



HAL
open science

Monnaie et dette : désencastrer la création monétaire du marché du crédit

Augustin Sersiron

► To cite this version:

Augustin Sersiron. Monnaie et dette : désencastrer la création monétaire du marché du crédit. Economies et finances. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2021. Français. NNT : 2021PA01E002 . tel-03483868

HAL Id: tel-03483868

<https://theses.hal.science/tel-03483868>

Submitted on 16 Dec 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.

UNIVERSITÉ PARIS 1 PANTHÉON SORBONNE

THÈSE

pour obtenir le titre de

Docteur en Sciences économiques

Présentée et soutenue par

Augustin SERSIRON

Monnaie et dette

Désencastrer la création monétaire du marché du crédit

Thèse codirigée par Jérôme LALLEMENT et André ORLÉAN 3 février 2021

Membres du jury :

Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN	Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, CES	
Ludovic DESMEDT	Université de Bourgogne - Franche Comté, LEDI	Rapporteur
Gaël GIRAUD	CNRS, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, CES	Président
Jérôme LALLEMENT	Université de Paris, CES	
André ORLÉAN	CNRS, EHESS	
Jean-François PONSOT	Université Grenoble Alpes, PACTE	Rapporteur

L'université Paris 1 Panthéon Sorbonne n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent être considérées comme propre à leurs auteurs.

*You load sixteen tons, and what do you get
Another day older and deeper in debt
Saint Peter don't you call me 'cause I can't go
I owe my soul to the company store*

Merle Travis, *Sixteen Tons*, 1946

Remerciements

Je tiens à remercier mes directeurs de thèse, Jérôme Lallement et André Orléan, pour leur patience, leur disponibilité sans faille (jusqu'en plein été) et la très grande qualité de leur relecture et de leurs conseils (y compris pour toutes les pages qui ne peuvent hélas pas figurer dans la version finale de cette thèse !). Leur accompagnement m'a été très précieux au cours de ces années. Merci aussi à Annie Cot pour la grande bienveillance qu'elle m'a témoignée depuis le Master.

Ma famille et mes amis ont été d'un grand soutien, en particulier mes sœurs Chloée et Romane qui se sont rendues disponibles pour de minutieuses relectures de dernière minute : un immense merci à elles deux ! Quant à ma femme, Marie-Agnès, elle sait tout ce que cette thèse lui doit et l'ampleur de ma reconnaissance, que ces quelques lignes ne suffiront jamais à exprimer. Son aide, sa tendresse et sa patience m'ont permis de mener à bien ce projet de longue haleine, après tant de discussions parfois très techniques et de bilans comptables tracés ensemble sur le sable normand ou sénégalais

« Pendant que vous faites de l'économie, nous, nous sommes à cours d'argent ! » nous disaient les Gilets Jaunes sur les ronds-points... Parce que l'abstraction technique ou conceptuelle déployée dans une recherche parle bel et bien de la vie concrète des acteurs sociaux que nous sommes tous, je dédie cette thèse à ma filleule Alix : puisse-t-elle grandir dans un monde délivré de l'argent-dette !

Résumé

Abordant l'endogénéité de la monnaie selon l'épistémologie de l'École de la Régulation, nous interrogeons ses conditions institutionnelles de stabilité. Contre certains postkeynésiens, tenants de la théorie « révolutionnaire » de l'endogénéité selon laquelle la monnaie est endogène par nature et de manière transhistorique, et la masse monétaire toujours ajustée aux besoins de la production, nous montrons par une approche historique et conceptuelle que l'endogénéité, redéfinie comme encastrement de la création monétaire dans le marché du crédit, est au contraire une construction sociale contingente et instable. L'argent-dette implique en effet deux contradictions : 1) la monnaie est produite par le marché décentralisé du crédit sans autorégulation, comme l'a prouvé Fisher (spirale dette-déflation) 2) toute création monétaire implique un alourdissement du fardeau de la dette, jusqu'à buter sur la contrainte de solvabilité des agents. La viabilité d'un tel mode d'émission n'est assurée, de manière toujours transitoire et imparfaite, que par un mode de régulation : compromis sociaux, équilibres institutionnels, normes culturelles et politiques publiques rendent compatibles les décisions microéconomiques d'endettement avec les conditions de la reproduction d'un régime de croissance relativement stable... jusqu'à ce que les contradictions deviennent insurmontables, comme en 1929, dans les années 1970 ou en 2007. Pour répondre à la crise des politiques monétaires auxquelles font face les Banques centrales depuis une décennie, nous proposons à la suite de Fisher (*100% Money*) un régime d'émission exogène, brisant l'encastrement de l'institution monétaire dans le marché de la dette.

Mots-clés : monnaie, dette, endogénéité, crédit, politique monétaire, argent-dette, 100% money, Irving Fisher, helicopter money, Théorie de la Régulation.

Abstract

Within the epistemological framework of the Regulation School, this thesis deals with the endogeneity of money by questioning the institutional conditions of its stability. After discussing the “revolutionary” theory of endogeneity, according to which money is endogenous by nature and in a transhistorical manner (as certain post-Keynesians say) and the money supply is always adjusted to the needs of production, we show by a historical and conceptual approach that endogeneity (redefined as the embeddedness of money creation in the credit market) is, on the contrary, a non-necessary social construction, which is furthermore unstable. Debt-money implies indeed two contradictions: 1) money is produced by the credit market in a decentralized manner, without self-regulation, as Fisher proved in his analysis of the debt-deflation spiral; 2) monetary creation always requires a new burden of debt, and may therefore be threatened by agents’ solvency constraint. This way of issuing money is not viable, or only in a transitory and imperfect manner thanks to a mode of regulation, based on social compromises, institutional balances, cultural norms and public policies: it makes microeconomic decisions about lending and borrowing compatible with the conditions for reproducing a relatively stable growth regime... until the contradictions become too heavy to be overcome, as was the case in 1929, in the 1970s or in 2007. In response to the crisis of monetary policies that central banks have been facing for a decade, we suggest, following Fisher (*100% Money*), to create a regime of exogenous money emission, in order to break the embeddedness of money (a social institution) in the debt market.

Keywords: money, debt, endogeneity, credit, monetary policy, debt-money, 100% money, Irving Fisher, helicopter money, regulation theory.

Monnaie et dette

Désencastrer la création monétaire du marché du crédit

Table des matières

Introduction générale _____ **1**

Chapitre I – Elaboration des concepts _____ **11**

I/ La monnaie : un rapport social communautaire _____ **11**

II/ La dette : un rapport de dépendance qui subvertit l'égalité de l'échange marchand _____ **19**

1) Une notion à la fois familière et confuse _____ 20

2) Penser la dette comme un rapport social _____ 25

3) L'obligation de rendre : un rapport de confiance qui suspend provisoirement la
réciprocité constitutive de tout échange entre égaux _____ 28

4) L'inégalité dans les différentes formes institutionnelles du rapport d'endettement _____ 33

5) La dette, entre échange marchand et capital _____ 38

6) Les formes du rapport d'endettement dans le capitalisme contemporain _____ 46

**Conclusion : monnaie et dette, deux rapports sociaux conceptuellement distincts mais
historiquement encadrés** _____ **52**

Annexe 1 – Approche empirique de la dette publique comme rapport social agonistique

_____ **59**

I/ Tragédie grecque : dévoilement de la violence du rapport d'endettement _____ **59**

II/ Le chantage au refinancement _____ **65**

III/ La spécificité de la dette extérieure _____ **69**

IV/ Un rapport d'interdépendance qui permet la sédition _____ **71**

V/ Les stratégies d'inversion de la culpabilité _____ **76**

Chapitre II – Différents niveaux d'interprétation de l'endogénéité _____ 81

I/ Le crédit bancaire : une création monétaire endogène ou exogène ? _____ 81

II/ La monnaie : marchandise, dette ou institution ? _____ 90

III/ L'endogénéité de la monnaie : conception évolutionnaire ou révolutionnaire ? _____ 100

Conclusion _____ 104

Chapitre III – La conception révolutionnaire de l'endogénéité : un débat ontologique sur la nature de la monnaie _____ 105

I/ L'échange monétaire comme relation triangulaire : dette ou comptabilité ? _____ 108

1) La nécessité d'un tiers institutionnel _____ 110

a) La validation des transactions nécessite-t-elle que l'émetteur de la monnaie soit le créancier des agents ? _____ 110

b) La monnaie, moyen de paiement des dettes nées de l'échange ? _____ 115

2) Mise en forme comptable et relation d'endettement _____ 117

a) Dette et comptabilité : créditer un compte équivaut-il à créer un passif ? _____ 117

b) La nature endogène de la monnaie révélée par l'évolution de ses formes institutionnelles ? _____ 118

c) La monnaie est-elle toujours le passif de l'institution d'émission ? _____ 120

d) La monnaie est-elle « une dette de la banque sur elle-même » ? _____ 121

II/ La monnaie, un droit de tirage sur la production dont elle est une mise en forme comptable ? _____ 124

1) Une conception postkeynésienne de la monnaie comme reflet comptable de la production réelle _____ 125

2) La diversité des sources de création monétaire _____ 130

3) Une conception instrumentale de la monnaie qui néglige sa dimension totémique _____ 133

Conclusion _____ 138

Chapitre IV – Le rôle régulateur ou perturbateur de la monnaie et du crédit dans une économie monétaire de production _____ 141

I/ Fluctuations monétaires et instabilité des prix : quelques faits historiques _____ 146

- 1) L'absence d'ajustement systématique de l'offre de monnaie métallique _____ 146
- 2) Les innovations monétaires, le rôle de l'Etat et des institutions _____ 151
- 3) L'absence d'autorégulation du système de crédit moderne : le cas des Etats-Unis à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle _____ 156

II/ Au fondement de l'absence d'autorégulation _____ 161

- 1) Désir-maître et encastrement : les contradictions de la monnaie endogène _____ 161
- 2) Retour critique sur la conception postkeynésienne de la monnaie de crédit _____ 166

III/ La découverte progressive de l'instabilité de la monnaie endogène _____ 171

- 1) Des néoclassiques à Knut Wicksell : la création monétaire par le crédit comme processus cumulatif dépourvu de force de rappel _____ 171
- 2) L'effet Fisher, un mécanisme régulateur ? _____ 175
- 3) La contrainte de solvabilité mise au jour par le modèle néo-wicksellien de Lévy-Garboua et Maarek (1985) _____ 178
- 4) Des cycles de crédit à la spirale désendettement-déflation : l'instabilité de la monnaie endogène selon Irving Fisher _____ 183

Conclusion _____ 187

Annexe 2 - L'endogénéité de la monnaie, un facteur d'instabilité minoré par les débats macroéconomiques modernes ? _____ 189

I/ Minsky ou l'instabilité causée par la finance plutôt que par la monnaie endogène __ 189

II/ Tobin : un raisonnement centré sur les effets et non les causes de la déflation ____ 193

Chapitre V – La monnaie endogène en régime et en crise (1914-1980) : la construction progressive d'une régulation publique _____ 199

Introduction. Expliquer la relative stabilité de la monnaie endogène : l'approche non-fonctionnaliste de l'école de la régulation _____ 199

I/ Régulation et crise du rapport monétaire et du rapport d'endettement dans la première moitié du XX^e siècle	209
1) Monnaie et dette au sortir de la guerre : 1871, 1918, 1944, trois cas contrastés	209
a) 1871-1914 : un très long amortissement dans un système d'étalon-or	210
b) 1918 : suspension de l'étalon-or et réduction relativement rapide de la dette	212
c) 1944 : une véritable rupture qui fait fondre la dette publique par une politique monétaire expansionniste	213
2) Illusions et instabilité : les hésitations monétaires de l'entre-deux-guerres	216
II/ Le régime fordiste : une mise sous tutelle publique de la monnaie endogène	224
1) De la sortie de guerre à un nouveau mode de régulation	225
2) Banque de France et circuit du Trésor : la création monétaire par l'Etat pour l'Etat	230
3) L'encadrement du crédit : la tutelle publique sur le crédit à l'économie	237
4) L'endogénéité de la monnaie au cœur de la crise du modèle fordiste ?	242
Conclusion	249

Chapitre VI - La régulation de la monnaie endogène en régime néolibéral _____ **251**

Introduction. Le recul de la régulation publique du rapport monétaire et du rapport d'endettement	251
I/ L'essor de l'endettement	260
1) La fabrique de la dette publique	261
2) La fabrique de la dette privée	268
3) Fonctionnalisation de l'endettement, variations géographiques de sa répartition et tentation fonctionnaliste	276
II/ La baisse continue des taux	283
1) Le « choc Volcker » : une régulation monétaire favorable aux créanciers	284
a) Fin de l'inflation et mécanique wicksellienne de baisse des investissements	285
b) « Choc Volcker » et conflit créanciers-débiteurs	290
2) Accommoder la contrainte de solvabilité : la nécessaire baisse continue des taux	295
Conclusion	303

Chapitre VII – La crise de l’argent-dette	307
I/ Crise de la dette, monnaie endogène et politiques non-conventionnelles	309
1) La crise financière est aussi une crise de la monnaie endogène	309
2) Les politiques monétaires non-conventionnelles : accommoder la contrainte de solvabilité face au plancher du taux nul	317
II/ L’impossible sortie de crise ?	328
1) La normalisation en butte avec des objectifs contradictoires	328
2) Les taux négatifs, aboutissement du mode de régulation néolibéral des contradictions de la monnaie endogène	334
3) L’avènement de la finance punk	342
III/ Le nécessaire retour de la puissance publique : le rôle central de la politique budgétaire dans la reprise américaine	349
Conclusion	358

Chapitre VIII - Dépasser les contradictions à l’œuvre : quelques pistes de solution 359

I/ Accommoder les contradictions de l’argent-dette	362
1) Nouveau policy mix ou mise sous tutelle publique du système bancaire et financier ?	362
2) La Théorie Monétaire Moderne et le fardeau de la dette	371
3) Effacement des dettes ou hélicoptère monétaire ?	378
II/ Rompre entièrement l’encastrement de la monnaie dans le marché de la dette	388
1) Le 100% Money de Fisher	388
2) Une réforme libérale ou keynésienne ?	394
3) L’émission de la monnaie en régime exogène : contrôle quantitatif centralisé et définition des objectifs de politiques monétaires	400
4) La mise en circulation : quels objectifs qualitatifs et quels canaux de distribution ?	407
Conclusion	411

Conclusion générale 413

Introduction générale

« L'argent n'est pas gratuit », affirme Laurence Boone, cheffe économiste de l'OCDE, en octobre 2020¹. Une telle affirmation a pour elle la force de l'évidence : comment diable l'argent pourrait-il être gratuit ? Comme toute évidence, celle-ci est cependant trop peu souvent interrogée. Le bon sens populaire pourrait tout aussi bien renverser la question : comment diable l'argent pourrait-il être payant ? Et d'abord, avec quoi le payerait-on ? Mais l'économiste sait, lui, que la monnaie est payante, et qu'on la paye avec davantage de monnaie, puisqu'elle est créée et mise en circulation par des prêts à intérêts. Certes, des types de versements très divers (paiement des dettes, mais aussi des achats, des salaires, des loyers, des allocations sociales, des impôts, des cotisations, des dons, etc.) peuvent expliquer la présence de telle ou telle unité monétaire à un instant t dans tel ou tel portefeuille (ou plutôt sur tel ou tel compte courant, puisque les dépôts à vue des agents économiques auprès des banques de second rang constituent plus de 85 % de la masse monétaire²). Mais ces unités ont à l'origine été mises en circulation par le crédit bancaire ou la monétisation par les banques de l'achat des créances, qui constituent aujourd'hui la source presque exclusive de la création monétaire. L'argent est donc bel et bien payant, n'entrant dans le circuit économique qu'en contrepartie d'une dette.

Mais si certains ressentent aujourd'hui le besoin de rappeler que « l'argent n'est pas gratuit », c'est sans doute parce que l'existence actuelle de taux nuls voire négatifs jette un doute sur le fait que la création monétaire demeure payante, et parce que la légitimité de la mise en circulation de la monnaie par la dette est de plus en plus discutée au sein du champ économique : l'évidence ne tient plus entièrement, elle ne s'impose plus d'elle-même, elle cesse d'être naturalisée pour être désormais remise en cause par des propositions hétérodoxes (sur lesquelles nous reviendront dans le dernier chapitre

¹ « Covid-19: la dette française pour soutenir l'économie est "assez soutenable" mais "l'argent n'est pas gratuit", estime la cheffe économiste de l'OCDE », *France Info*, le 16/10/2020 (https://www.francetvinfo.fr/sante/maladie/coronavirus/covid-19-la-dette-pour-soutenir-l-economie-est-assez-soutenable-mais-l-argent-n-est-pas-gratuit-estime-la-cheffe-economiste-de-l-ocde_4144213.html#xtor=AL-792, consulté le 19/11/2020).

² Les dépôts à vue constituent 86,25 % de M1 en zone euro en juillet 2019 selon la BCE (*Bulletin économique de la BCE*, n° 8, 2019, Statistiques, tableau 5.1 « Agrégats monétaires », p. S 18).

de cette thèse) comme l'effacement de la dette publique détenue par la Banque centrale (fut-ce au prix de fonds propres négatifs), l'injection de liquidités sans contrepartie par une forme d' « hélicoptère monétaire » pour faire face aux difficultés conjoncturelles, ou même la dissociation radicale et définitive de la création monétaire et de la dette – piste de réforme structurelle inspirée du *100% Money* d'Irving Fisher (1935).

La montée en puissance de telles propositions dans le débat contemporain avant même la pandémie de coronavirus ne doit rien au hasard : elle prend sens dans le contexte très particulier de la dernière décennie. Depuis la crise des *subprimes* puis celle des finances publiques (donc bien avant la crise sanitaire de 2020 qui mena l'IIF¹ à parler de « tsunami de dettes »²), la thématique de l'endettement des agents privés aussi bien que des administrations publiques s'est en effet imposée comme une thématique centrale tant dans le champ économique que politique, tandis que les taux négatifs apparaissaient à la perplexité générale, et ne cessaient de gagner du terrain. Dans le même temps, les règles de la création monétaire ont profondément changé sous l'effet de politiques non-conventionnelles menées par les Banques centrales pendant si longtemps qu'elles semblent devenir la nouvelle norme. L'injection massive de liquidités peinant à relancer une économie handicapée par un volume d'endettement sans cesse croissant, on comprend aisément que ré-émerge l'idée, formulée par Fisher pendant la crise des années 1930, de disjoindre la création monétaire de la dette, et de mettre ainsi fin à l'endogénéité de la monnaie. L'économiste américain voyait en effet dans cette dernière un puissant facteur d'instabilité macroéconomique.

¹ Créé en 1983, l'Institute of International Finance (IIF) est une association réunissant de grands acteurs de la finance mondiale (banques commerciales, banques d'investissement, sociétés de courtage, compagnies d'assurance, fonds de pension).

² « Global Debt Monitor: Attack of the Debt Tsunami », IIF, 18 novembre 2020. Selon l'IIF, la dette mondiale a augmenté de 15 000 milliards de dollars au cours des trois premiers trimestres 2020 pour culminer à 272 000 milliards, et devrait atteindre 277 000 milliards fin 2020, soit 365% du PIB mondial (un niveau jamais atteint, même au sortir de la Seconde Guerre mondiale, mais qui s'explique bien sûr aussi par la chute de la production du fait de la crise sanitaire). Cela ne doit pas masquer le fait qu'avant la pandémie, la dette mondiale avait déjà progressé de 10 800 milliards en 2019 (et de plus de 40 000 milliards de dollars en quatre ans entre 2016 et 2019). Elle représente alors 322 % du PIB mondial, soit 40 points de pourcentage de plus qu'en 2007 (Emre Tiftik et Khadija Mahmood, « Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse », 6 avril 2020, p. 2).

Ce thème est bien connu, mais son importance nous semble aujourd'hui minorée. Si les économistes hétérodoxes mettent bien souvent l'instabilité au cœur de leurs analyses, l'endogénéité de la monnaie y apparaît rarement comme un facteur déterminant – contrairement, par exemple, à l'instabilité financière. Il est courant de pointer l'absence d'autorégulation de l'économie de marché, fondée sur la contradiction entre l'interdépendance qu'instaure la division sociale du travail et l'aspect décentralisé de la prise de décision. De même, il est courant de souligner l'absence d'autorégulation du mode de production capitaliste, structuré par la contradiction entre le caractère collectif de la production et le caractère privé de son appropriation. Mais les contradictions de l'échange marchand ou du rapport capital/travail ne sont pas les seuls facteurs d'instabilité intrinsèques aux économies modernes : l'endogénéité de la monnaie en est un autre, puisqu'elle fait dépendre le montant et le rythme de variation de la masse monétaire des décisions d'endettement des agents, qui sont elles-mêmes impactées par son évolution globale comme on tentera de le montrer. Ceci rejoint la première contradiction que nous avons mentionnée à propos de l'économie de marché (celle d'un ordre censé naître spontanément de décisions décentralisées) mais avec ceci de très spécifique que les transactions portent non pas sur la délivrance de biens mais de monnaie ; or la monnaie est une institution sociale dont le rôle ne se limite pas à la satisfaction des désirs individuels (comme le font les marchandises) mais englobe celui d'un langage commun dans lequel s'exprime la valeur. Dès lors, la stabilité du niveau général des prix (et donc la valeur des contrats marqués par une rigidité nominale comme peuvent l'être les contrats d'endettement) dépend de celle de l'institution monétaire, dont la gestion est largement abandonnée aux forces du marché du crédit. C'est ce point qui nous intéresse, car il nous semble au cœur des problèmes macroéconomiques contemporains tout en paraissant trop souvent sous-estimé.

Des auteurs régulationnistes comme Michel Aglietta et André Orléan ont bien sûr théorisé l'ambivalence intrinsèque de la monnaie, création collective fragile qui peut être défaite par les mêmes forces sociales qui l'ont produite (on y reviendra), mais l'endogénéité n'est pas au cœur de cette analyse, qui s'applique du reste à toutes les

formes de monnaies indépendamment de leur mode d'émission. La mise en circulation de la monnaie par la dette n'est pas mise en question. Le fait que la dette soit intimement liée à la monnaie semble d'ailleurs au contraire aller de soi pour beaucoup d'économistes hétérodoxes, qui s'attachent à montrer que les deux sont étroitement associées (comme le font par exemple Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot dans leur ouvrage *La Monnaie entre dettes et souveraineté*¹) et ne remettent donc pas en cause la présence même d'un mécanisme d'endettement au cœur de la création monétaire. De même, et pour des raisons que nous tenterons d'expliquer au cours de notre recherche, beaucoup d'auteurs postkeynésiens mettent en avant l'insuffisance de la demande globale et la nécessité d'une régulation macro-conjoncturelle, mais sans mettre en cause l'endogénéité de la monnaie en tant que telle : au contraire, ils estiment que celle-ci (que certains économistes, comme Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, considèrent comme un aspect transhistorique et indépassable de la monnaie, comme on le verra) joue toujours un rôle fonctionnel, de sorte que l'instabilité n'a jamais de cause proprement monétaire.

Cette thèse est aux antipodes de celle de Fisher, qui voyait au contraire dans l'endogénéité de la monnaie la principale source d'instabilité macroéconomique. Contrairement à l'approche keynésienne, la théorie de Fisher n'a pas véritablement produit une école de pensée à part entière – bien que nombre d'auteurs se réfèrent encore à sa théorie de la déflation par la dette, en particulier depuis la crise de 2008 – et la proposition du *100% Money* (la couverture intégrale des dépôts à vue par la monnaie de la Banque centrale) ne fut jamais appliquée, bien qu'elle ait été soutenue par plusieurs grandes figures du champ disciplinaire, comme les prix Nobel d'économie Milton Friedman², Maurice Allais³ et James Tobin⁴. On remarquera que tous ces auteurs prêts à rompre avec la monnaie endogène ont une épistémologie bien différente de celle des postkeynésiens ou des régulationnistes ; or notre propre

¹ Michel Aglietta, en collaboration avec Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, Paris, Odile Jacob, 2016.

² Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, New-York, Fordham University Press, 1959.

³ Maurice Allais, « Les conditions de l'expansion dans la stabilité sur le plan national », *Revue d'économie politique*, janvier-février 1967.

⁴ James Tobin, « Financial Innovation and Deregulation in Perspective », *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, vol. 3, n° 2, 1985.

recherche s'inscrira le cadre conceptuel développé par ces derniers – ce qui revient en un sens à croiser deux hétérodoxies, dans l'espoir que, loin de subir une double marginalisation, une telle approche se révèle féconde des deux points de vue.

En réalité, il ne s'agira pas pour nous de produire une nouvelle défense de la proposition bien connue de Fisher, mais de s'inspirer de sa remise en question radicale de l'endogénéité pour en briser l'évidence, et interroger d'un point de vue régulationniste la nature du lien entre monnaie et dette, les conditions historiques de stabilité d'un tel mode d'émission et ses effets déstabilisateurs – ce qui contribue à éclairer le contexte macroéconomique actuel, et la remise au jour de propositions alternatives radicales dans le débat monétaire contemporain. Nous nous appuyerons donc sur le cadre conceptuel d'économistes comme Michel Aglietta, André Orléan, Robert Boyer ou encore Frédéric Lordon, qui ont le mérite d'inscrire résolument l'économie dans l'interdisciplinarité, ou plutôt l'unidisciplinarité d'une science sociale réunifiée, la rendant de ce fait profondément compatible avec les apports en termes d'histoire anthropologique ou sociologique d'auteurs comme Fernand Braudel, Karl Polanyi, David Graeber ou encore Benjamin Lemoine, auquel nous nous référerons également. Attentive aux enjeux institutionnels, notre exploration de la nature de l'endogénéité et des problèmes qu'elle soulève sera donc conceptuelle et historique, et ne passera pas par une modélisation mathématique. Elle tentera de répondre aux questions suivantes :

- (Chapitres I et II) Quelle est la nature du lien entre monnaie et dette ?
- (Chapitre III) Ce lien est-il nécessaire ou contingent, propre à la forme scripturale de la monnaie ou inhérent à sa nature transhistorique ?
- (Chapitre IV) Quels sont les effets macroéconomiques de cet encastrement, sur la monnaie comme sur la dette ?
- (Chapitre V, VI et VII) Comment les contradictions de l'argent-dette ont-elles été historiquement régulées ?
- (Chapitre VIII) Quel nouveau mode d'émission pourrait-on imaginer qui brise ce lien entre monnaie et dette, et quels avantages en attendre ?

Les quatre premiers chapitres seront assez théoriques, les trois suivants adopteront une approche plus historique, et le dernier sera d'ordre normatif.

Nous commencerons dans un premier chapitre par tenter de proposer une définition claire des termes de notre recherche, la monnaie et la dette, notions complexes qui exigent une élaboration conceptuelle rigoureuse. Après avoir brièvement relevé les limites de l'approche néoclassique, nous expliquerons pourquoi nous emprunterons notre concept de monnaie à Michel Aglietta et André Orléan : ce qui importe à nos yeux est de penser la monnaie comme un rapport social collectif, institutionnel, non réductible à un nœud de contrats privés, mais ambivalent en ceci que la monnaie est aussi un bien concret, privatisable, transférable, qui circule dans des rapports sociaux bilatéraux (d'échange, de dette, ou autre). Nous passerons ensuite à l'élaboration du concept de dette, auquel est consacré l'essentiel du chapitre. Là encore, il nous semble nécessaire de rompre avec la vision néoclassique pour restituer une épaisseur anthropologique à ce rapport social fondamental, auquel les économistes ne nous semblent pas accorder l'importance qu'il mérite. Nous reprendrons à David Graeber sa définition très rigoureuse de la dette (la suspension provisoire de la réciprocité, donc de l'égalité de statut, au sein de l'échange marchand ou non marchand), contre tous les usages souvent très larges et confus de la notion qui en dissolvent le sens : cette conceptualisation permet de montrer que la dette porte en elle le risque de basculer dans un rapport de domination (comme le montrent les nombreux exemples historiques d'esclavage, péonage ou mise en gage pour dette). L'inégalité provisoire qui se déploie dans le rapport d'endettement peut être construite dans la relation d'échange (dans le cas d'une vente avec délai de paiement) ou préexister à la relation créancier/débiteur et se renforcer à travers elle : tel nous semble être le cas dans le prêt à intérêt, qui constitue sans doute la forme la plus ancienne du capital et porte en lui une dynamique d'inégalisation. La dette exprime alors une logique distincte de l'idéal d'égalité du rapport d'échange, mais sans constituer pour autant un rapport de subordination hiérarchique statutaire comme l'est le rapport salarial : cette situation intermédiaire permet selon nous de la caractériser comme un rapport de dépendance.

Le débiteur apparaît en effet dans une situation précaire, portant cet affect triste¹ qu'est le « fardeau de la dette », c'est-à-dire l'obligation de rembourser au risque de tomber sous la domination du débiteur. Nous consacrons une annexe à faire jouer notre concept de rapport d'endettement sur différents exemples empiriques (essentiellement dans les rapports interétatiques, dont le cas grec) pour saisir ses différentes facettes (rapport social agonistique, rôle de la confiance, interdépendance entre créancier et débiteur, possibilité d'une sédition, etc.) à travers différentes formes institutionnelles.

Nous concluons notre premier chapitre en relevant que les concepts de monnaie et dette peuvent être construits indépendamment, puisqu'il n'y a pas de lien nécessaire entre ces deux rapports sociaux : tous deux reposent certes sur la confiance, mais dans un cas sur une confiance collective, dans l'autre sur une confiance bilatérale. Pourtant, la monnaie est aujourd'hui créée par la dette, au point que l'on peut parler d'un véritable encastrement de l'institution monétaire dans le rapport d'endettement : chaque unité monétaire mise en circulation génère un montant équivalent de dette, ce qui revient à imbriquer tout nouvel affect joyeux de pouvoir d'achat émis dans l'affect triste du fardeau de la dette. Comme nous le verrons par la suite, cela ne va pas sans poser des problèmes de politique monétaire, particulièrement manifestes depuis la crise de 2007. On peut dès lors se demander si la monnaie est nécessairement mise en circulation par le crédit, et quelles vertus ou désagrément attendre d'un tel mode d'émission. C'est donc la question de l'endogénéité de la monnaie qui nous intéresse dans la suite de notre recherche. Le Chapitre II confronte plusieurs conceptions de l'endogénéité. Plutôt que de prendre parti pour l'approche par le multiplicateur ou au contraire par le diviseur monétaire, en faisant de la base monétaire émise par la Banque centrale une variable entièrement active déterminant à elle seule la masse monétaire, ou en la réduisant au contraire à une variable purement passive s'ajustant toujours à la demande de monnaie, nous insisterons sur le fait que la monnaie bancaire est produite sur le marché du crédit par la rencontre décentralisée d'une offre (potentiellement contrainte par la Banque centrale) et d'une demande (sur laquelle la Banque centrale

¹ Concept spinoziste transposé à la science sociale par Frédéric Lordon, et dont nous donnerons la définition.

n'a pas de pouvoir) : cela revient à nos yeux à faire de l'institution monétaire une marchandise produite et vendue selon les lois du marché (comme le faisait l'étalon-or selon Karl Polanyi, nous y reviendrons). Tel est le sens fondamental qu'il faut selon nous donner au concept d'endogénéité.

Toutefois, une telle définition ne s'applique qu'au mode actuel d'émission par la dette, ce que nie la théorie dite « révolutionnaire » (par opposition à « évolutionnaire ») de l'endogénéité, que le Chapitre III s'emploiera donc à discuter à travers un article de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi. Selon ces auteurs postkeynésiens, la monnaie est endogène par nature et de manière transhistorique, indépendamment même de sa forme scripturale actuelle. Nous tenterons d'identifier et de répondre à chacun des multiples arguments enchevêtrés dans l'article, en soutenant la thèse selon laquelle la monnaie a été historiquement exogène aux époques antérieures et n'est endogène que de manière contingente. Cela exige de rompre avec la conception purement véhiculaire de la monnaie comme droit de tirage sur la production dont elle ne serait que le reflet comptable, pour maintenir la dimension patrimoniale de la monnaie, véritable richesse porteuse de valeur et désirable en elle-même, émise parfois pour d'autres motifs et dans d'autres circuits que le financement de la production par le crédit aux entreprises. Or c'est sur le fondement d'une telle conception que les auteurs soutenaient la thèse selon laquelle la masse monétaire s'adapte toujours aux besoins du commerce.

Nous discuterons cette thèse au Chapitre IV, tant dans sa prétention à une portée transhistorique (en lui opposant des contre-exemples relatifs aux monnaies métalliques, convertibles ou fiduciaires des siècles passés), que dans sa pertinence pour rendre compte des systèmes de paiements contemporains : la mise en circulation par le crédit permet-elle d'ajuster spontanément le volume de monnaie en circulation aux besoins réels de l'économie ? Contre cette théorie, nous évoquerons la crise de 1929, et rappellerons les travaux d'auteurs comme Wicksell et Fisher qui montrent que l'argent-dette est au contraire facteur d'instabilité monétaire et financière, ce qui menace la production et l'emploi. C'est en particulier l'analyse de la spirale désendettement-déflation chez Fisher qui permet de conclure que si le niveau de la masse monétaire, son rythme de croissance et son affectation sont abandonnés aux décisions décentralisées

des agents sur le marché du crédit, aucun processus autorégulateur n'assure que ces décisions permettront la stabilité des prix ou une croissance de plein-emploi.

A ce stade du raisonnement, la question est donc moins celle de l'instabilité de la monnaie endogène, que celle de sa relative stabilité : comment expliquer qu'après-guerre, un tel système n'ait pas mené à un effondrement complet de l'économie, dont la crise de 1929 avait montré la possibilité ? Les trois chapitres qui suivent constituent une analyse historique, menée à la lumière de l'appareil conceptuel régulationniste, qui évite toute interprétation finaliste : le concept de mode de régulation permet en effet d'expliquer la relative stabilité d'un système d'argent-dette par des arrangements institutionnels historiquement déterminés plutôt que par un mécanisme autorégulateur intrinsèque à la structure-même de la monnaie de crédit. Nous montrerons au Chapitre V qu'après la forte instabilité monétaire que connaît la France dans l'entre-deux-guerres, le mode de régulation fordiste lui permet d'accommoder (c'est-à-dire de surmonter provisoirement) les contradictions de l'argent-dette non par la suppression de ce mode d'émission, mais par sa mise sous tutelle publique, qui pallie l'absence d'autorégulation et permet une croissance de plein-emploi modérément inflationniste – jusqu'à la crise des années 1970, dont le surendettement peut être considéré comme un facteur explicatif dans une approche néowicksellienne.

Comme nous le détaillerons au Chapitre VI, le modèle néolibéral démantèle pour sa part tous les dispositifs de cette tutelle publique qui accommodaient les contradictions de la monnaie endogène, mais sans que cela ne provoque un chaos analogue à celui de 1929. En effet, un certain nombre de médiations institutionnelles développent un besoin d'endettement croissant, tant public que privé, qui entretient la création monétaire nécessaire à la croissance, bien que celle-ci, tirée de plus en plus par la sphère financière, demeure plus faible qu'au cours des Trente Glorieuses, ne permettant pas le plein-emploi. Le fardeau de la dette des agents s'alourdit progressivement, mais leur contrainte de solvabilité est sans cesse repoussée par une baisse continue des taux (sans retour de l'inflation, du fait d'un certain nombre de paramètres institutionnels pesant sur les prix), ce qui rend la dynamique d'endettement soutenable jusqu'à la crise des *subprimes*.

Cette dernière révèle un montant de dettes privées et publiques sans précédent historique (hors période de guerre), et une contrainte de solvabilité que la baisse des taux ne peut plus accommoder, car les taux nuls constituent par convention un plancher que les Banques centrales ne peuvent pas percer sans remettre en cause l'encastrement de la monnaie dans la dette. Nous montrerons au Chapitre VII que les politiques non conventionnelles tentent alors d'accommoder cette contradiction par le déploiement de nouveaux outils, qui ne parviennent cependant pas à restaurer l'inflation au niveau ciblé – et qui échouent à renouer avec la croissance et l'emploi en zone euro où, contrairement aux Etats-Unis, la politique monétaire n'est pas articulée à une politique budgétaire expansionniste. Les tentatives de normalisation de la politique monétaire s'avèrent en outre très risquées, dans un univers de taux négatifs révélant les contradictions d'un régime de moins en moins capable de produire un horizon de profit sur lequel les agents puissent se coordonner, et où tout avenir anticipable semble se dérober.

Enfin, face à la difficulté de sortir de cette crise, le dernier chapitre esquissera des pistes de solution hétérodoxes – dont celle du *helicopter money*, qui permet d'enjamber la contrainte de solvabilité des agents en injectant l'argent dans l'économie sans contrepartie, en dehors de tout rapport d'endettement (donc sans fardeau de la dette). Nous concluons en évoquant la proposition, inspirée du *100% Money* de Fisher, consistant à rendre structurelle cette pratique conjoncturelle par la mise en place d'une monnaie entièrement exogène.

Chapitre I – Elaboration des concepts

Ce premier chapitre a vocation à poser le cadre conceptuel de notre recherche, en définissant aussi précisément que possible les notions de monnaie et de dette. Comme nous le verrons, et conformément à notre conception de l'économie comme science sociale, l'enjeu est notamment de les appréhender comme des rapports sociaux, afin d'en fournir une vision plus approfondie, sur le plan anthropologique, que ce que permet de penser l'individualisme méthodologique qui sous-tend l'approche néoclassique.

I/ La monnaie : un rapport social communautaire

La monnaie a beau être au cœur des rapports marchands, elle apparaît comme insaisissable à la plupart des économistes, qui se contentent d'en énumérer les fonctions (unité de compte, moyen de paiement, intermédiaire des échanges et réserve de valeur) plutôt que de se risquer à définir sa nature. Elle est même souvent mise de côté par des théoriciens qui, depuis Adam Smith, conçoivent les échanges comme une réalité naturelle se déployant d'abord sur le modèle du troc en dehors de toute institution. Cette hypothèse est contestée par de nombreux anthropologues sur le plan empirique. En effet, le troc n'occupe qu'une place marginale dans les sociétés archaïques : il ne prend place qu'entre des groupes n'échangeant que peu fréquemment les uns avec les autres, et, loin de créer un ordre social stable entre eux, il risque à tout instant de dégénérer en violence¹. En outre, loin de dériver du troc, la monnaie coexiste souvent avec lui dans ce type de sociétés de ce type où elle joue un rôle bien plus central, mais en assumant une toute autre fonction, non marchande² : elle ne vise pas l'acquisition de biens, mais la reconfiguration des liens sociaux par le paiement des « dettes de vie »³ (paiement de la fiancée, prix du sang, sacrifices...). C'est pourquoi certain

¹ David Graeber, *Dette. 5000 ans d'histoire*, Paris, Les liens qui Libèrent, 2013 (2011), Chapitre II « Le mythe du troc », p. 30.

² Ces cultures ne connaissent pas l'échange marchand en interne, de sorte que ce dernier n'existe que sous la forme (très marginale) du troc en externe. L'échange de dons existe, mais n'obéit pas à la même logique : les biens n'y sont pas le but de l'échange, mais le moyen de tisser des liens sociaux.

³ Philippe Rospabé, *La dette de vie. Aux origines de la monnaie*, Paris, La Découverte, 1995.

anthropologues n'hésitent pas à qualifier l'hypothèse du troc originel de mythe ou de fable¹.

Cette critique externe laisse toutefois la possibilité d'interpréter la référence néoclassique au troc non comme une théorie historique mais comme un modèle de genèse conceptuelle : il s'agirait alors de montrer qu'une hypothétique société marchande sans monnaie en viendrait spontanément, en vertu des forces sociales qui l'animent, à générer la monnaie pour dépasser les très lourds inconvénients du troc. C'est ce type de raisonnement d'inspiration mengérienne que mènent, dans une toute autre optique épistémologique, Frédéric Lordon et André Orléan² ; mais si ces auteurs régulationnistes y voient la démonstration du fait qu'il n'est d'économie marchande que monétaire, tel n'est pas le cas des néoclassiques. Pour ces derniers, en effet, la monnaie n'est pas absolument indispensable à l'ordre marchand³ : le mystère de l'économie marchande, c'est-à-dire d'un ordre décentralisé, s'explique non pas par l'institution monétaire, mais par l'existence de prix d'équilibre qui égalisent l'offre à la demande et rendent mutuellement compatibles les désirs individuels en apparence contradictoires des agents. C'est donc l'équilibre spontané du marché qui permet de surmonter l'atomisation des agents et de créer un ordre marchand, la monnaie ne venant que faciliter le processus. Or, si la possibilité d'un tel équilibre a pu être démontrée (sous certaines conditions restrictives) par la théorie de l'équilibre générale d'Arrow et Debreu⁴, point d'orgue de cette approche, celle-ci s'est pourtant heurtée à

¹ Jean-Michel Servet a présenté les conditions de l'invention de cette fable dans sa thèse de troisième cycle soutenue à l'université Lumière Lyon 2 en 1978 et résumée dans « La monnaie contre l'Etat ou la fable du troc », in *Droit et monnaie. Etats et espace monétaire transnational*, Dijon, Université de Bourgogne, travaux du centre de recherche sur le droit des marchés et des investissements internationaux, vol. 14, 1988, p. 49-62, et dans « La fable du troc », in: *Dix-huitième Siècle*, n°26, 1994, Economie et politique, p. 103-115. Voir aussi Bernard Courbis, Éric Froment et Jean-Michel Servet, « Enrichir l'économie politique de la monnaie par l'histoire », *Revue économique*, n°2, mars 1991, p. 315-338 ; ou encore Heinsohn et Steiger, « The Veil of Barter: The Solution to "The Task of Obtaining Representations of an Economy in which Money is Essential" », in J.A. Kregel (eds), *Inflation and Income Distribution in Capitalist Crisis*, London, Palgrave Macmillan, 1989.

² Frédéric Lordon et André Orléan, « Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* », in Yves Citton et Frédéric Lordon (dir.), *Spinoza et les sciences sociales. De la puissance de la multitude à l'économie des affects*, Paris, Éditions Amsterdam, 2008, p. 127 à 170.

³ Contrairement à ce que pensent Frédéric Lordon et André Orléan (qui se distinguent ici de Menger).

⁴ Kenneth Arrow et Gerard Debreu, « Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy », *Econometrica*, 1954, vol. 22, p. 265 à 290.

l'impossibilité de démontrer sa stabilité, c'est-à-dire la convergence spontanée de l'économie vers cet équilibre.

Ainsi, rien ne permet d'affirmer que l'équilibre sera effectivement atteint : le mystère des économies marchandes ne peut donc être résolu sur la seule base d'axiomes relevant de l'individualisme méthodologique le plus strict – lesquels masquent d'ailleurs en réalité des hypothèses institutionnelles lourdes mais implicites, comme le montre André Orléan dans *L'Empire de la valeur*¹. Il apparaît donc impossible de rendre compte de l'ordre marchand sans pensée des institutions, et en particulier de la monnaie, ce qui implique de sortir d'un individualisme méthodologique étroit. Il est à cet égard notable que de nombreux théoriciens néoclassiques qui éliminent la monnaie de leurs postulats, tentent de la réintroduire après-coup, mais dans un univers marchand dont l'explication n'a pas recouru à la monnaie, ce qui rend son insertion *ex post* compliquée. Différentes tentatives successives ont en effet tenté de prendre en compte la monnaie dans les modèles néoclassiques, mais sans pouvoir véritablement justifier son existence dans le cadre de l'individualisme méthodologique strict.

Le modèle de Don Patinkin², qui confère à la monnaie une utilité justifiant sa détention, a constitué un progrès en pointant l'avantage que les encaisses monétaires procurent : la liquidité, c'est-à-dire la capacité à faire face à la désynchronisation entre encaissements et décaissements sans faire temporairement défaut sur ses engagements envers certains agents, ni exiger par des démarches coûteuses le remboursement des créances qu'il détient sur d'autres agents. Toutefois, cette approche permet de rendre compte du volume d'encaisses monétaires désirées par les agents, mais ne cherche pas à expliquer pourquoi un tel bien est parfaitement liquide et a un prix positif comme le souligne André Orléan (*op. cit.*, p. 110 à 115) : le modèle de Patinkin n'a pas pour

¹ La théorie néoclassique repose sur « quatre puissants processus institutionnels de formatage du monde social [...], à savoir : un ensemble de biens connus de tous les acteurs (hypothèse de nomenclature des biens) ; une représentation commune de l'incertitude (hypothèse de nomenclature des états du monde) ; une reconnaissance collective de ce qu'est le mécanisme de prix (hypothèse du secrétaire de marché) ; l'adoption par tous les acteurs d'une conception strictement utilitaire des biens marchands (hypothèse de convexité des préférences). Dans un tel cadre institutionnel, les individus n'ont plus besoin de se rencontrer, ni de se parler. Leur attention porte seulement sur les mécanismes objectifs (qualités et prix) qui absorbent toute la substance sociale. » André Orléan, *L'Empire de la valeur*, Paris, Seuil, 2011, p. 117.

² Don Patinkin, *La monnaie, l'intérêt et les prix*, Paris, PUF, 1972 (1955).

ambition d'expliquer la genèse de la monnaie mais uniquement ses effets (le volume des encaisses détenues par chaque agent) dans un ordre monétaire stable (c'est-à-dire où la monnaie a un prix positif).

Une autre approche, celle des modèles à générations imbriquées, distingue depuis Paul Samuelson¹ deux classes d'agents hétérogènes : les jeunes, salariés, consomment et épargnent en vue de leur retraite future ; les vieux, retraités, consomment l'épargne qu'ils ont constituée précédemment. Chaque agent est donc contraint de se constituer une épargne monétaire en vue de sa consommation future lors de la retraite : la monnaie existe comme moyen de transférer l'épargne entre générations successives. Mais une telle solution suppose implicitement que l'économie ne serait pas monétaire s'il n'existait pas un âge de la retraite. De plus, comme le souligne André Orléan dans *La Monnaie souveraine*, l'acceptabilité de la monnaie par chaque génération repose sur « la croyance que la génération future acceptera à son tour cette monnaie et ainsi de suite... »². Or rien ne permet de prouver cette hypothèse à partir des axiomes individualistes. L'existence de la monnaie ne peut pas reposer sur ses propriétés intrinsèques, mais se fonde nécessairement sur un « accord général » quant à son acceptabilité présente et future, comme le reconnaît d'ailleurs Samuelson³, qui résume ainsi le paradoxe : la monnaie existe parce qu'elle est acceptée. Est monnaie ce que l'ensemble des membres d'une même communauté considèrent comme monnaie. C'est une croyance *partagée*, dépassant l'individu, qui est au fondement de ce phénomène. La dimension *holiste* de la monnaie est donc irréductible : le fait monétaire est un fait d'emblée collectif, qui ne peut être déduit de l'individualisme méthodologique.

Plutôt que d'imaginer des agents alternativement travailleurs et consommateurs (puis consommateurs purs) pour justifier la détention de monnaie, comme le font les modèles à générations imbriquées, ou d'attribuer une utilité à la détention de monnaie

¹ Paul A. Samuelson, « An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money », *Journal of Political Economy*, vol. 66, n°6, 1958, p. 467 à 482.

² André Orléan, « La monnaie autoréférentielle », in Michel Aglietta et André Orléan (dir.), *La Monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998, p. 376.

³ « Supposons que les hommes, officiellement à travers l'Etat ou officieusement par la coutume, décident d'un accord général d'utiliser les billets comme monnaie d'échange. Les jeunes [...] disposent alors de quelque chose qu'ils peuvent détenir et conserver pour leur future retraite », Samuelson, art. cit., p. 481.

en vertu du service de liquidité qu'elle rend, comme le fait Patinkin, Robert Clower s'attaque directement au cœur du problème de l'économie monétaire : non pas la détention en monnaie d'une trésorerie de précaution ou d'une épargne de long terme, mais l'utilisation universelle de la monnaie comme moyen de paiement dans chaque transaction¹. Dans une économie monétaire, un seul bien (la monnaie) doit être universellement accepté comme moyen de circulation – ce qui permet de réduire les coûts de transaction en créant pour chaque bien un seul marché : celui où il s'échange contre la monnaie. Aucun bien ne peut s'échanger directement contre un autre bien, et il n'existe qu'une seule monnaie : « La monnaie achète les biens et les biens achètent la monnaie ; mais les biens n'achètent pas les biens »². Ainsi, il faut considérer qu'aucun agent ne peut effectuer la transaction qu'il souhaite s'il n'a pas le budget nécessaire (contrainte budgétaire classique) mais détenu sous forme de monnaie (contrainte monétaire, ou contrainte de Clower, aussi nommée *cash-in-advance*) : l'agent est contraint, pour effectuer une transaction, de détenir au préalable des encaisses monétaires pour un montant supérieur ou égal à la valeur nette des biens qu'il demande. Les modèles à contrainte monétaire inspirés de Robert Clower sont bien plus conformes au fonctionnement réel de l'économie que ceux qui modélisent une forme de troc, puisqu'ils donnent à voir une économie véritablement monétaire, mais ils se contentent d'admettre cette dimension monétaire de l'échange marchand par hypothèse, et d'en analyser le fonctionnement une fois la monnaie instituée comme unique moyen de paiement, sans se préoccuper de son origine, et sans justifier que le statut de monnaie échoie à tel bien plutôt que telle autre.

Enfin, inspirés des travaux de Carl Menger un siècle plus tôt³, des apports de la théorie des jeux et des travaux de Robert A. Jones⁴, les modèles de prospection

¹ Robert W. Clower, « A reconsideration of the micro-foundations of monetary theory » (*Western Economic Journal*, 1967, vol. 6, n° 1, p. 1 à 9), rééd. dans Robert W. Clower (dir.), *Monetary theory. Selected readings*, Londres, Penguin books, 1969, p. 202 à 211.

² Robert W. Clower, *op. cit.*, p. 207-208.

³ Carl Menger, « On the origin of money », *Economic journal*, n° 2, 1892, p. 239 à 255.

⁴ Robert A. Jones, « The origin and development of media of exchange », *Journal of Political Economy*, vol. 84, n°4, 1976, p. 757 à 775. L'article part d'une économie décentralisée, et vise à rendre compte, avec des axiomes strictement individualistes, de l'apparition de la monnaie comme intermédiaire des échanges, mais il ne justifie pas le choix de tel bien comme monnaie plutôt que tel autre du point de vue des agents.

monétaire (*search*) cherchent, pour leur part à rendre compte de la genèse de la monnaie, dans une approche toujours individualiste mais ouverte aux comportements stratégiques, c'est-à-dire à la prise en compte par chacun du comportement des autres agents : chaque agent cherche la richesse, ou la liquidité, sous la forme qu'il croit la plus susceptible d'être reconnue comme telle par les autres agents. Nabuhiro Kiyotaki et Randall Wright¹ modélisent ainsi une économie décentralisée dans laquelle des rencontres bilatérales s'opèrent de manière aléatoire entre deux agents : l'usage d'un moyen de paiement d'acceptation le plus large possible s'impose alors à tous comme une solution plus rationnelle que le troc, en ceci qu'elle minimise les coûts de transaction, de sorte qu'il y a dépassement spontané de l'atomisation des agents par l'émergence d'une convention monétaire acceptée par tous. On parle alors d'« auto-instauraton » (*bootstrap*) de la contrainte d'encaisses préalables (*cash in advance*) qui est donc endogénéisée, et non plus imposée par hypothèse comme chez Clower.

Cette démarche constitue déjà une rupture essentielle avec le strict individualisme méthodologique de la modélisation néoclassique, qui réduit l'ordre marchand à des rapports directs entre les individus et les biens. Rappelons qu'en effet, la théorie néoclassique déduit la possibilité d'un équilibre général et le prix des biens directement des préférences exogènes des agents, donc avant tout échange réel : dans un tel univers, le comportement des autres n'affecte en rien les choix de chaque individu, de sorte que la réallocation optimale des ressources ne nécessite même pas que les agents entrent réellement en contact comme le remarque André Orléan². A l'inverse, la rationalité stratégique suppose, elle, que chaque agent s'interroge sur les préférences des autres, et modifie son choix en fonction de ce qu'il croit ou observe à

¹ Nabuhiro Kiyotaki et Randall Wright, « On money as a medium of exchange », *Journal of Political Economy*, vol. 97, n°4, 1989, p. 927-954. A la suite de cet article, de nombreux autres modèles de prospection enrichiront cette approche : voir par exemple V. Bignon et C. Compain, « Les développements récents des modèles de prospection monétaire (monnaie et formalisations des transactions) », *Revue d'économie politique*, vol. 111, n°3, 2001, pp. 347-376.

² *Op. cit.*, p. 56 : « Soulignons que la préférence s'élabore dans un strict face-à-face mettant aux prises le consommateur et les objets. Ce qui signifie que la préférence ne dépend en rien de ce que font les autres : ni de ce qu'ils consomment, ni de ce qu'ils désirent. S'affirme, ce faisant, la nature strictement individualiste jusqu'au solipsisme de ce cadre conceptuel. Le rapport aux marchandises tel que l'appréhende la pensée néoclassique est un rapport purement privé où l'individu séparé est confronté directement aux marchandises : il estime, par introspection, l'effet sur lui-même de leur consommation. »

ce propos. Mais même élargi aux comportements stratégiques, l'individualisme méthodologique ne suffit pas à rendre entièrement compte du fait monétaire : s'il est démontré que l'équilibre monétaire est un équilibre de Nash possible, son unicité n'est assurée que par la médiation d'une institution garantissant l'acceptabilité de la monnaie, et sans laquelle un équilibre non-monétaire serait possible. La nécessité de la monnaie n'est pas démontrée.

Il semble donc que seule une approche résolument institutionnaliste soit pleinement à même de rendre compte du fait monétaire. La version sans doute la plus aboutie d'une telle approche est celle développée depuis les années 1980 par Michel Aglietta et André Orléan¹, qui proposent une genèse conceptuelle de l'institution monétaire à partir de la théorie du désir et de la violence mimétique de René Girard. Rompant radicalement avec les axiomes néoclassiques, les auteurs offrent une conception hétérodoxe de la monnaie comme institution fondatrice d'une communauté de valeur qui est au principe de l'échange marchand : la monnaie n'apparaît plus comme le fruit du marché, mais sa condition de possibilité (ce qui distingue cette approche de celle de Carl Menger et des modèles de prospection²), qui, établissant une échelle de grandeur partagée pour évaluer les marchandises, les rend commensurables et échangeables³. C'est la face holiste de la monnaie, par laquelle la totalité sociale est présente au cœur de chaque relation marchande interindividuelle, et dont la

¹ Michel Aglietta et André Orléan, *La violence de la monnaie*, Paris, PUF, 1982 et *La monnaie : entre violence et confiance*, Paris Odile Jacob, 2002. Voir aussi les ouvrages collectifs : Michel Aglietta et André Orléan (dir.), *Souveraineté, légitimité de la monnaie*, Paris, Association d'Economie Financière / Centre de Recherches Epistémologiques Appliquées, 1995, et *La Monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998.

² Ceux-ci pensent en effet la monnaie comme le dépassement rationnel d'un troc primordial qui demeure la vérité fondamentale de l'économie (l'équilibre monétaire n'est d'ailleurs pas nécessaire dans les modèles de prospection : il est seulement possible). Dans ce cadre, la monnaie n'est pas première : elle est introduite dans une économie qui connaît déjà l'échange et dont on peut déterminer le prix de chaque marchandise ; elle ne joue donc qu'un rôle instrumental de réduction des coûts de transaction.

³ La valeur est ainsi conçue comme un langage conventionnel institué par la monnaie, et non une grandeur naturelle préalable : cette approche institutionnelle de la valeur (qui se confond avec le prix au lieu de l'expliquer en amont de l'échange) s'oppose aux conceptions dites substantielles développées par les théoriciens de la valeur travail ou utilité. Un tel arrachement au fondement objectif de l'économie ouvre alors la possibilité de la réinsérer dans une science sociale réunifiée, une unidisciplinarité dont Frédéric Lordon propose de trouver le langage commun dans les concepts spinozistes – voir Frédéric Lordon, *La Société des affects. Pour un structuralisme des passions*, Paris, Seuil, 2013. André Orléan a d'ailleurs traduit avec lui son modèle de genèse conceptuelle de la monnaie en termes spinozistes (Frédéric Lordon et André Orléan, art. cit.).

compréhension mobilise les concepts de souveraineté, de confiance et de communauté monétaire¹. La monnaie se caractérise toutefois par une ambivalence fondamentale, puisqu'elle présente aussi une face individualiste, suscitant le désir privé, en tant que bien pouvant être accaparé et intégré dans le patrimoine individuel d'un agent. Cette ambivalence fondamentale explique que l'histoire du fait monétaire soit marquée par de fréquentes crises monétaires et financières : l'hyperinflation caractérise par exemple une situation de déchaînement des désirs privés qui ruine la confiance collective nécessaire à la stabilité de l'étalon monétaire (c'est-à-dire à sa capacité à dire la valeur), tandis qu'une crise financière ou une spirale déflationniste correspond à une situation de défiance mutuelle entre les agents qui se replie sur la confiance collective dans la monnaie au point de la thésauriser plutôt que de la dépenser, ruinant la circulation marchande. La conception de la monnaie proposée par Michel Aglietta et André Orléan permet de rendre compte aussi bien de l'ordre monétaire que de ses crises, là où la théorie néoclassique ne voit le plus souvent dans la monnaie qu'un voile sur l'économie sans effet sur l'ordre marchand.

Si certains tenants de cette conception hétérodoxe de la monnaie, comme Michel Aglietta et Bruno Théret, mobilisent la notion anthropologique de dette de vie pour expliciter les liens que la monnaie tisse entre les individus et la totalité sociale, le concept de monnaie peut toutefois être construit dans cette approche sans référence aucune à celui de dette, comme c'est le cas dans l'article de Frédéric Lordon et André Orléan sur le modèle de la *potentia multitudinis*, qui propose, on l'a dit, une genèse conceptuelle de la monnaie d'inspiration spinoziste. La monnaie (ou du moins la monnaie marchande) peut selon nous être définie comme cet objet que tout le monde désire au sein d'une même communauté monétaire, et dont la liquidité rend possible la circulation marchande en offrant une expression commune du désir et un mode d'existence socialement valide du pouvoir d'achat. Autrement dit, c'est l'institution qui polarise le désir mimétique sous formes d'unités homogènes dénombrables, cumulables et transférables, dont le transfert permet d'exprimer dans un même langage quantitatif

¹ Les auteurs s'appuient notamment sur Georg Simmel, *Philosophie de l'argent*, Paris, PUF, 1987 (1900), Chapitre II, p. 194 à 199.

le désir qu'inspire chaque marchandise à chaque agent, fondant ainsi l'ordre de la valeur marchande. La monnaie est un langage commun, mais aussi une réserve de pouvoir : en termes spinozistes, la détention de monnaie opère la capture d'une puissance d'affectation propre à l'ordre marchand : le pouvoir d'achat, c'est-à-dire la capacité d'obtenir des marchandises (des biens ou services produits par des tiers dans une économie décentralisée) dans ce rapport de réciprocité entre égaux que constitue l'échange marchand. Le transfert de monnaie dans un rapport bilatéral d'échange valide socialement le transfert de pouvoir d'achat aux yeux de l'ensemble de la société marchande, auprès de qui le bénéficiaire pourra faire valoir ce pouvoir à l'avenir. La monnaie renvoie donc à deux rapports sociaux fondamentaux : l'échange bilatéral et la communauté de valeur. Il n'est pas ici question de relations d'endettement : le lien entre monnaie et dette ne semble donc pas déductible de la nature de la monnaie – à moins de définir le pouvoir d'achat que confère la monnaie comme une créance sur la société, ainsi que le fait Georg Simmel¹, mais un tel usage de la notion de créance est largement métaphorique. Nous y reviendrons dans la conclusion du chapitre, mais il nous faut d'abord définir la nature de la dette.

II/ La dette : un rapport de dépendance qui subvertit l'égalité de l'échange marchand

La notion de dette fait généralement l'objet d'une élaboration conceptuelle beaucoup moins poussée par les économistes que celle de monnaie. C'est pourquoi nous y consacrerons une partie beaucoup plus développée que la précédente, en nous appuyant notamment sur les travaux de l'anthropologue David Graeber. Il s'agira de construire une définition précise de la dette comme rapport social suspendant la réciprocité et l'égalité de statut dans l'échange, au point selon nous de devoir être pensé comme un rapport de dépendance. Cette partie théorique s'accompagne d'une annexe (p. 59) qui fait jouer notre concept de rapport d'endettement sur des exemples empiriques notamment issus de la crise des dettes souveraines de la première moitié

¹ Georg Simmel, *Philosophie de l'argent*, op. cit., Chapitre II, p. 194 à 199.

des années 2010 en Europe, afin de mieux cerner les différentes facettes de ce rapport social agonistique, telles qu'elles se dévoilent historiquement en situation de crise.

1) *Une notion à la fois familière et confuse*

La notion de dette n'est pas une notion technique propre à un champ social particulier : c'est d'abord un mot familier qui fait partie du langage quotidien et qui montre d'emblée une grande polysémie. On comprend intuitivement que la dette que tout un chacun peut estimer avoir envers celui qui lui a rendu un service n'est pas de même nature que celle qu'il a envers son banquier, laquelle n'est sans doute pas strictement comparable à celle de l'État. Le Dictionnaire de l'Académie Française distingue trois sens du mot dette¹ : le mot dette est défini comme la somme d'argent qu'un débiteur doit à un créancier, mais aussi spécifiquement, au sens financier, comme l'engagement contracté par l'État, ou encore au sens figuré, comme le devoir imposé par une obligation morale, par la reconnaissance, par une loi sociale ou une loi naturelle. Autrement dit, la notion de dette peut être élargie à toute forme d'obligation sociale, mais au risque de dissoudre la spécificité du concept. On pourra donc commencer par retenir plutôt le premier sens, proprement économique puisqu'il fait intervenir la monnaie : une dette est, au sens économique, une obligation de paiement monétaire.

Mais toute obligation de paiement est-elle une dette ? Des contre-exemples nous viennent spontanément : l'obligation de paiement comptant pour un achat ne fait en principe pas intervenir le concept de dette, pas plus que l'obligation de payer l'impôt, ou le salaire d'un employé : dans le langage courant, personne ne se dira endetté parce qu'il fait face à de telles obligations de paiement. Là encore, on sent que si la notion de dette tend parfois à être étendue à toute obligation de paiement monétaire, c'est au prix d'une confusion conceptuelle. Si la dette appartient bien au genre « obligation de paiement monétaire », quelle est alors sa différence spécifique ? Une dette correspond à une obligation née du prêt d'une somme d'argent devant être restituée (avec ou sans intérêts) au terme d'une période définie, ou bien du fait pour un acheteur d'avoir bénéficié d'un délai de paiement lors d'un échange marchand (vente avec paiement

¹ <http://www.cnrtl.fr/definition/academie9/Dette>, consulté le 21/08/2018.

différé plutôt que comptant, ce qui revient du reste à combiner une relation d'achat-vente à une relation de prêt). Ainsi, on peut définir en première approche la dette, dans l'ordre marchand, comme le fait de devoir une somme d'argent à quelqu'un à qui on l'a empruntée ou qui nous a fait crédit lors d'un achat.

Notons toutefois d'emblée qu'une telle définition ne fait pas consensus. La confusion qui règne autour de la définition de la dette autorise en effet des jeux stratégiques entre les acteurs sociaux : la dette apparaît dès lors non pas comme un donné naturel et objectif mais une construction sociale qui est le lieu de rapports de pouvoirs, et dont la définition même est l'enjeu de luttes. Dans son excellent ouvrage *L'Ordre de la dette*¹ le sociologue Benjamin Lemoine montre le rôle actif des acteurs politiques qui utilisent telle ou telle définition de la dette publique et telle ou telle attitude à son égard en fonction d'intérêts électoraux. Le grand jeu des administrations publiques, contraintes dans leurs dépenses par les engagements internationaux de leurs Etats, est d'augmenter la dette publique sans qu'elle soit reconnue et comptabilisée comme telle, par le recours à des techniques juridiques innovantes : création de personnes juridiques dont le passif n'entre pas dans le périmètre de la dette publique², remplacement de l'endettement par des engagements de loyers, du crédit-bail... jusqu'à ce que la justice requalifie ces dispositifs comme relevant bien de la dette des administrations publiques (APU) au sens de Maastricht. Comme le souligne André Orléan dans sa préface à l'ouvrage de Benjamin Lemoine (*op. cit.*, p. 9) :

« Même le simple montant de la dette est sujet à caution. Une question se trouve posée depuis quelques années quant au fait de savoir si les retraites futures des fonctionnaires doivent être considérées comme faisant partie de l'endettement de l'Etat, ce qui conduirait à en accroître notablement le montant. [...] La réponse à cette question n'a rien de naturel ou d'objectif. Elle fait débat car elle dépend

¹ Benjamin Lemoine, *L'Ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'Etat et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte, 2016.

² Benjamin Lemoine prend l'exemple de la SPPE (Société de prise de participation de l'Etat) et de la SFEF (Société de financement de l'économie française), qui posèrent dès leur création le problème de leur nature comptable : « il s'agit de déterminer si les deux sociétés font partie ou non du périmètre juridique et financier des administrations publiques (APU), et donc de savoir si leurs bilans se fondent ou non dans celui de l'Etat français » (*op. cit.*, p. 260), autrement dit si leur dette doit ou non être incluse dans le fameux calcul du ratio dette publique / PIB.

largement du choix que l'on fait ou non en faveur de telle ou telle convention comptable. »

Ce débat nous intéresse parce qu'il ne pose pas simplement la question du périmètre de l'Etat, mais aussi celle de la définition même de la dette. Certains proposent en effet d'étendre le concept jusqu'à y inclure toute dépense future qui serait prévisible en tant qu'elle est obligatoire, correspondant à un engagement de l'Etat. Pourquoi ne pas inclure le paiement des futures pensions de retraite dans le périmètre de la dette publique ? Ou bien les traitements des fonctionnaires dont l'emploi est garanti ? Ou encore le coût de l'éducation d'un enfant de 6 à 16 ans ? La question de la retraite des fonctionnaires s'est en tout cas posée dès les années 1990 en France, lors de la privatisation de France Télécom : les fonctionnaires de l'entreprise conservaient leur statut, mais l'Etat a pris sur lui l'obligation de paiement des retraites présentes et futures pour ne pas grever la compétitivité de l'entreprise lors de son introduction en bourse. Par un renversement saisissant, la poursuite de cette conception aboutirait paradoxalement non pas à réduire les dépenses sociales au nom de la dette publique à rembourser, mais au contraire à les garantir en les incluant justement dans la dette publique à rembourser. Benjamin Lemoine voit dans cette utilisation de la confusion conceptuelle qui entoure la notion de dette une stratégie opératoire pour les luttes sociales : « cette "reconnaissance de dette" tendrait à inscrire dans le dur du droit comptable les dépenses promises par le ministère des Finances » (*op. cit.*, p. 282). Si la dépense sociale future constitue une dette pour l'Etat, alors elle est mécaniquement une créance pour les citoyens : ainsi élargi à la « dette sociale »¹, le concept peut justifier les prélèvements obligatoires et les dépenses sociales².

¹ Cette idée trouve un écho profond dans les travaux menés par des économistes de la régulation comme Bruno Théret sur le concept de « dette de vie » ou « dette sociale » (Bruno Théret, « Monnaie et dettes de vie », *L'Homme*, n° 190, 2009, p. 153 à 180).

² L'utilisation extensive du thème de la dette dans le débat public a souvent aujourd'hui un but austéritaire, pivot selon l'auteur d'un « ordre de la dette ». Benjamin Lemoine envisage alors de tenter de subvertir de l'intérieur cet usage en retournant le concept de dette contre l'austérité. Sans entrer dans le débat normatif de fond sur l'austérité, soulignons qu'une telle stratégie serait ambivalente, s'inscrivant en partie dans la logique avec laquelle elle prétend rompre : en retournant au profit des retraités ou des fonctionnaires l'idée d'engagement *irrévocable* de l'Etat, les acteurs consacraient l'idée que celui-ci ne peut répudier les dettes souveraines. Or si tous les agents privés sont définitivement liés par les contrats qu'ils signent parce que l'Etat les contraint à respecter leurs engagements, tel ne peut selon nous être le cas de l'Etat, qui, en tant que souverain, peut répudier ses dettes si les rapports de force internationaux

Ce thèse illustre l'existence de luttes stratégiques pour la (re)définition de la notion-même de dette, mais en entretenant selon nous une confusion conceptuelle. La dette nous semble devoir être différenciée d'une simple prévision de dépenses contraintes : le versement futur des retraites ou des traitements des fonctionnaires correspond certes à une obligation pour l'Etat, mais d'un autre type que celle du remboursement d'un prêt d'argent initial. Le fonctionnaire n'ayant pas avancé d'argent (ni de travail) à l'Etat, le qualifier de créancier de l'Etat au seul motif que son emploi futur est garanti pour les années à venir jusqu'à sa retraite, et faire ainsi de l'ensemble de ses traitements futurs sur tout le reste de sa carrière une dette de l'Etat, nous semble diluer le concept. Nous le restreindrons pour notre part à l'obligation de rembourser une avance.

Notons enfin que les enjeux passionnels au sujet de la définition de la dette tiennent en partie à une autre source de confusion qui entoure la notion, à savoir le fait que le terme de dette soit chargé de connotations morales lourdes – sans doutes parce qu'une dette est par définition une obligation dont on ne s'est pas encore acquitté, et qui laisse la place à l'incertitude, voire au soupçon, sur la conduite future du débiteur, ou sur les causes qui l'ont poussé à ne pas être en situation de s'acquitter déjà de ce qu'il doit. Saturé d'expressions renvoyant à la culpabilité, à l'honneur ou à la (perte de) liberté, le champ lexical de la dette révèle cette dimension morale du terme. Ainsi, le dictionnaire de l'Académie cite des expressions comme être « accablé de dettes, perdu de dettes, criblé de dettes ». Il mentionne aussi la prison pour dettes et la notion de dette d'honneur. L'imaginaire collectif de notre société est structuré par l'idée que le débiteur est coupable. C'est ce qu'exprime particulièrement bien le terme allemand *Schuld* qui signifie aussi bien dette que faute. Mais inversement, les créanciers sont aussi souvent jugés coupables de s'enrichir abusivement au détriment des débiteurs. La condamnation de l'usure, du prêt à intérêt, est une vieille thématique philosophique et religieuse, de l'Antiquité grecque (Aristote, *Politique* : I, 1258b) à la scolastique médiévale (Thomas d'Aquin, *Somme théologique*, Question 78 : « Du péché d'usure »),

le lui permettent. La subversion proposée nous semble donc nier le principe de souveraineté, par un repli sur la logique individualiste et contractuelle réduisant la puissance publique au statut d'agent privé... soit précisément ce que font les discours actuellement dominants selon Benjamin Lemoine.

et qui trouve des prolongements actuels dans la dénonciation des banquiers, des *traders*, des marchés financiers, figures honnies des mouvements sociaux. La dette est depuis longtemps associée à l'idée de domination, voire de prédation.

Qu'est-ce donc que ce lien étrange qui lie deux coupables, le créancier et le débiteur, et qui se trouve pourtant au centre de nos économies ? Dans un premier chapitre dont le titre exprime cette idée (« L'expérience de la confusion morale »), l'ouvrage de David Graeber pose le constat suivant (*op. cit.*, p. 16) :

« Si l'on examine l'histoire de la dette, on découvre d'abord une profonde confusion morale, dont voici la manifestation la plus évidente : à peu près partout, la majorité des gens sont simultanément convaincus (1) que rembourser l'argent qu'on a emprunté est une simple question d'éthique et (2) que quiconque fait profession de prêter de l'argent est un scélérat. »

Les connotations morales qui entourent la notion de dette peuvent donc même être contradictoires. Ce simple constat commence à dessiner les contours d'une nouvelle analyse de la dette comme rapport social – et plus précisément, on le verra, comme rapport de dépendance. Comme au sujet de la monnaie, nous nous écartons de la conception de la dette qu'implique le paradigme néoclassique : fidèle à l'individualisme méthodologique qui est son cadre épistémologique, l'économie néoclassique ne peut pas saisir la complexité anthropologique, l'épaisseur sociale, historique et institutionnelle des relations d'endettement. Une telle approche pousse donc à réduire la dette à un contrat mutuellement avantageux entre deux agents rationnels et égoïstes cherchant chacun à maximiser son utilité inter-temporelle¹, l'accord conclu se fondant sur le consentement de deux parties égales face au marché

¹ Typiquement, dans les manuels de microéconomie de Licence, la notion de dette est classiquement introduite (quand elle n'est pas totalement ignorée) dans la section sur les arbitrages intertemporels permettant à l'agent de maximiser sa satisfaction dans le temps, et y est présentée comme un symétrique parfait de la notion d'épargne – voir par exemple Pierre Médan, *Microéconomie. Travaux dirigés*, Paris, Dunod, 2008, p. 45-46 ou Jean-Pascal Gayant, *Microéconomie. Aide-Mémoire*, Paris, Dunod, 2019, p. 85-92. Dans ce dernier, le terme emprunt est d'ailleurs privilégié par rapport à celui de dette (il est présent quinze fois, contrairement au mot dette qui n'apparaît jamais), peut-être parce qu'il renvoie à l'idée d'un choix libre et optimal pour l'agent, quand le terme dette évoque davantage une obligation contraignante qui pèse sur l'individu.

des fonds prêtables qui les met en concurrence¹, dans un consensualisme étranger à toute forme de violence et de rapports de force. Or le simple fait que la notion de dette soit saturée de connotations morales devrait nous alerter sur sa véritable nature : il convient de l'appréhender comme un rapport social. C'est ce que permet l'approche régulationniste qui est la nôtre, même si ses auteurs de référence ne thématisent pas le rapport d'endettement comme un rapport fondamental du capitalisme², redevable d'une élaboration conceptuelle précise : si la dette joue un grand rôle dans les écrits d'auteurs comme Bruno Théret³, c'est essentiellement par assimilation à la monnaie, pour montrer la dimension institutionnelle du fait monétaire. Mais il nous semble pourtant important pour comprendre la crise de la dette d'aller plus loin dans l'analyse du rapport d'endettement comme rapport social – et plus spécifiquement, nous le verrons, comme rapport de dépendance.

2) *Penser la dette comme un rapport social*

L'analyse en termes de contrat qu'implique l'individualisme méthodologique ne saurait selon nous épuiser le concept de dette, auquel il convient de restituer son épaisseur anthropologique en l'appréhendant comme un rapport social, c'est-à-dire comme un type d'interactions entre individus produites et contraintes par des structures dont les formes sont historiquement et géographiquement variables – et c'est précisément leurs variations que nous aurons à étudier dans la suite de la thèse. Loin de se résorber dans un pur accord de volontés libres se déterminant en apesanteur sociale, la dette procède au contraire d'un jeu social se déployant dans un cadre institutionnel donné qui lui donne son sens (au sens large du terme « institutionnel », incluant des

¹ « Les épargnants et les prêteurs se rencontrent de la même manière que le font les producteurs et les consommateurs ; par le biais de marchés gouvernés par l'offre et la demande. [...] Il existe un grand nombre de marchés financiers différents au sein du système financier [...]. Mais les économistes travaillent souvent à partir d'un modèle simplifié dans lequel ils supposent qu'il y a seulement un marché qui permet la rencontre entre ceux qui veulent prêter de l'argent (les épargnants) et ceux qui veulent emprunter (les firmes qui ont des projets d'investissement). On appelle ce marché hypothétique le marché des fonds prêtables. » Paul Krugman et Robin Wells, *Macroéconomie*, Louvain-la-Neuve, De Boeck, 2016, Chapitre X « L'épargne, l'investissement et le système financier », p. 349 à 397.

² Ne faisant par exemple pas partie des cinq « formes institutionnelles » distinguées par Robert Boyer (*La théorie de la régulation. Une analyse critique*, Paris, La Découverte, 1986), le rapport d'endettement ne fait pas l'objet d'une analyse distincte du rapport monétaire.

³ Bruno Théret, « Monnaie et dettes de vie », art. cit..

organisations et dispositifs juridiques, mais aussi un contexte politique et culturel, un ensemble de pratiques et de représentations conventionnelles constituant autant de normes sociales). Il ne s'agit bien sûr pas de nier qu'une dette est un contrat, mais de penser ce contrat comme un rapport social, c'est-à-dire comme le fruit non pas des seules décisions individuelles, mais de tout un contexte social qu'il s'agira de spécifier (notamment en mobilisant le concept de mode de régulation) dans la suite de notre recherche. Parler de rapport social plutôt que de contrat optimal constitue donc une rupture épistémologique radicale avec l'individualisme méthodologique et la théorie du choix rationnel qui fonde la conception néoclassique, aujourd'hui dominante, pour lui substituer l'approche d'une « économie des affects » et des rapports de puissance telle que Frédéric Lordon la développe à partir de la philosophie spinoziste¹.

L'idée centrale est d'expliquer le social par le social (comme le fait toute science sociale) : l'individu est pensé comme un conatus, c'est-à-dire un élan de désir sans objet prédéterminé, qui reçoit sa détermination des relations sociales qui l'affectent et déterminent sa trajectoire. Chaque conatus est également conçu comme une puissance d'agir, c'est-à-dire d'affecter d'autres individus pour les déterminer à sentir, penser ou agir de telle ou telle manière. Cette puissance varie en degré selon les affects déterminés par sa trajectoire sociale antérieure, et qui l'inscrivent, dès lors qu'il s'agit d'affects communs à plusieurs individus (soit d'institutions au sens large), dans un courant de puissance collective coalisant plusieurs conatus individuels. Une telle « puissance de la multitude » (*potentia multitudinis*) est à la fois le fruit et la source des « affects communs » : c'est une « transcendance immanente », née des interactions individuelles immanentes mais s'imposant à tous comme transcendante en tant qu'elle échappe au contrôle de chacun.

Le rapport d'endettement nous semble ainsi à penser comme une affaire de puissances et d'affects. Cela ne relève pas d'un jeu conceptuel gratuit, mais permet de voir et de donner sens à toute la dimension agonistique de la dette qu'occulterait le seul recours à la théorie du choix rationnel. Nous illustrerons plus loin, notamment à partir du cas grec, ce que permet de saisir la conceptualisation de la dette comme rapport de

¹ Frédéric Lordon, *La Société des affects*, op. cit.

puissance, mais évoquons déjà quelques faits empiriques qui échapperaient à une analyse néoclassique alors qu'ils sont constitutifs de la réalité sociale de la dette telle qu'elle est vécue par les acteurs sociaux, qui se trouvent marqués dans leurs corps et leurs esprits par la violence de ce rapport social que nous définirons plus loin comme un rapport de dépendance. Il existe de nombreux articles, publiés pour l'essentiel dans des revues médicales, sur l'impact du surendettement sur la santé mentale et physique, et plus radicalement sur le suicide¹, réaction extrême qui dévoile la puissance affective de ce rapport social. Une étude menée en Angleterre² montre par exemple que les personnes endettées sont deux fois plus susceptibles de penser au suicide toute chose égale par ailleurs. Ce risque dédoublé d'avoir des pensées suicidaires en cas de surendettement se traduit aussi par un passage à l'acte plus fréquent. En croisant les dossiers d'un centre de traumatologie à ceux d'un tribunal de faillite aux États-Unis dans les années 1990, une autre étude³ montre par exemple que les patients admis au service d'urgence à la suite d'une tentative de suicide par une méthode violente sont 1,68 fois plus susceptibles d'avoir subi une faillite personnelle au cours des deux années précédentes que les autres patients (admis pour toute autre raison), et sont plus de deux fois plus susceptibles de faire face à une faillite personnelle au cours des deux années suivantes. En termes spinozistes, on dira que le surendettement constitue un affect triste, c'est-à-dire un affect susceptible de réduire la puissance d'être du conatus individuel, jusqu'à l'éteindre complètement, le pousser au suicide.

Les suicides pour surendettement sont l'illustration paroxystique de la violence de ce rapport social lorsqu'il devient facteur d'exclusion, de désocialisation, mais ils

¹ Le suicide n'est que l'aboutissement le plus extrême de la violence liée à la dette : nombre d'individus sont impactés à des degrés divers dans leur santé mentale et physique (dépression, anxiété, maux de dos, obésité ...). C'est ce que mesurent par exemple les articles suivants : Peter Elliott, Thomas Richardson et Ronald Roberts, « The relationship between personal unsecured debt and mental and physical health: A systematic review and meta-analysis », *Clinical Psychology Review*, vol. 33, n°8, décembre 2013, p. 1148 à 1162 et Elina Turunen et Heikki Hiilamo, « Health effects of indebtedness: a systematic review », *BMC Public Health*, 22 mai 2014

² Paul Bebbington, Traolach S. Brugha, Rachel Jenkins, Sally McManus, Howard Meltzer, Michael S. Dennis, « Personal debt and suicidal ideation », *Psychological Medicine*, vol. 41, n°4, avril 2011, p. 771 à 778. L'étude a été menée à partir d'entrevues menées auprès d'un échantillon aléatoire de 7461 répondants à la troisième enquête nationale sur la morbidité psychiatrique des adultes en Angleterre.

³ David Gunnell, William Hollingworth, Jeffrey G. Jarvik, Judi Kidger, Karen A. Overstreet, « The association between bankruptcy and hospital-presenting attempted suicide: a record linkage study », *Suicide and Life-Threatening Behavior*, vol. 41, n°6, décembre 2011, p. 676 à 684.

révèlent en creux le rôle d'inclusion sociale que jouait la dette, ou du moins l'accès à la liquidité qu'elle avait permis avant l'atteinte du seuil critique. Le prêt d'argent nous semble à interpréter comme un affect joyeux, augmentant la puissance d'agir du débiteur en le dotant d'un pouvoir d'achat : il joue un rôle socialisateur en incluant l'individu dans la communauté marchande par la fourniture de liquidités qui lui permettent de réaliser ses projets d'entreprise, d'investissement domestique (immobilier, véhicule, études...) ou de consommation. Mais sa contrepartie, la dette, ne peut être pensée que comme un affect triste, une contrainte de remboursement limitant la puissance d'agir de l'individu – et l'excluant de la communauté marchande s'il s'avère incapable de s'y plier, processus dont la violence potentielle est révélée par son actualisation paroxystique dans le cas des suicides. Cette situation microéconomique n'est bien sûr pas sans conséquences macroéconomiques. Comme nous le verrons dans la suite de cette recherche, la création monétaire passe, dans le cadre institutionnel actuel, par la dette : l'affect joyeux de l'accès à la liquidité, indispensable au fonctionnement d'une économie monétaire de production, se trouve dès lors encastré dans l'affect triste du fardeau d'endettement. Toute injection de monnaie supplémentaire suppose un alourdissement de la dette des agents, dont la contrainte de solvabilité, c'est à dire la peur de ne pas pouvoir rembourser dans l'avenir (un avenir en outre de plus en plus incertain aujourd'hui), les pousse à ne pas s'endetter assez par rapport aux conditions de la stabilité macroéconomique. Cela constitue selon nous un des principaux obstacles à la réussite des politiques monétaires, comme on le verra par la suite, et un argument en faveur des dispositifs visant à rompre l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement, comme *l'helicopter money* ou le *100% Money*.

3) *L'obligation de rendre : un rapport de confiance qui suspend provisoirement la réciprocité constitutive de tout échange entre égaux*

Poursuivons notre élaboration conceptuelle de la notion de dette. Un concept se définit par genre et par différence spécifique : nous avons posé que la dette est à penser comme appartenant au genre « rapport social », il nous faut maintenant identifier la spécificité qui distingue le rapport d'endettement des autres rapports sociaux.

Commençons par le plus simple : il s'agit d'un rapport social bilatéral – et non collectif, communautaire, comme l'est le rapport monétaire, qui met chacun en relation avec une figure de la totalité sociale. Cela ne signifie bien sûr pas qu'une relation contractuelle bilatérale d'endettement se noue entre deux individus atomisés en apesanteur sociale, sans autre médiation que celle de la concurrence pure et parfaite. Tout pari sur la solvabilité future du débiteur (qu'il soit fait par le créancier ou par lui-même) est un pari sur la valeur future des biens qu'il possède et sur ses flux de revenus espérés ; or la valeur des biens n'existe pas en soi comme un donné naturel mais varie en fonction du contexte social qui la constitue, et, de même, les flux de revenus attendus ne sont jamais certains¹, puisqu'ils dépendent eux aussi de la conjoncture future. Dès lors, les espoirs et les promesses qui constituent un rapport d'endettement reposent toujours aussi sur des anticipations relatives à l'économie dans son ensemble – sans parler de toutes les structures fondamentales de la société, comme l'Etat garant des contrats, dont on suppose implicitement la permanence. Il n'est d'ailleurs pour s'en convaincre que d'observer l'ampleur de l'endettement dans les économies actuelles, et les mouvements d'ensemble à la hausse ou à la baisse qu'il subit en fonction de la conjoncture : cela témoigne assez du caractère collectif du phénomène. Il y a donc bien un certain nombre de médiations institutionnelles et collectives au cœur du rapport d'endettement (nous y reviendrons dans la suite de notre recherche), mais celui-ci demeure de type bilatéral.

Plus précisément encore, à la suite de David Graeber (*op. cit.*), nous définirons la dette comme l'inscription de la temporalité dans l'échange qui mène à en suspendre provisoirement le principe fondamental : la réciprocité. La dette, c'est fondamentalement l'obligation de rendre. C'est le cas aussi bien dans l'échange de dons² que dans l'échange marchand : de même qu'un achat exige un paiement, un don appelle un contre-don de valeur à peu près équivalente sans lequel la relation personnelle finirait par se déliter : tant que celui-ci n'est pas effectué, une obligation de rendre pèse sur celui qui a reçu, ce que l'on peut nommer une dette de don (rendre une

¹ Sauf à considérer le futur comme un donné objectif réductible à une série de risques entièrement probabilisables, à la manière néoclassique.

² Comme l'a analysé Marcel Mauss, le don est structuré par la triple obligation de donner, recevoir et rendre : *Essai sur le don. Forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques* (1923-1924), Paris, PUF, 2007, p. 247.

invitation à dîner ou un café offert est par exemple nécessaire pour entretenir une amitié). La différence entre dette marchande et dette de don réside dans le fait que dans le premier cas, le paiement de la dette éteint la relation purement fonctionnelle qui existait entre créancier et débiteur, tandis que dans le second cas, l'acquittement de la dette ne fait que renforcer la relation personnelle entre les deux individus en transférant l'obligation de rendre au donateur initiale (qui devra par exemple réinviter l'autre à dîner à son tour).

Comme le montre David Graeber, la réciprocité est la marque de l'égalité de statut entre les parties à l'échange : le rapport d'endettement se caractérise donc par la suspension temporaire de la réciprocité constitutive de l'échange, mais aussi de l'égalité que cette dernière présuppose et entretient. Pour autant, la dette ne relève pas de la hiérarchie, rapport social structuré par un principe d'autorité/obéissance, ou, en termes de dignité, de supériorité/infériorité, c'est-à-dire d'une inégalité constitutive, une inégalité de statut (indépassable autrement que par le changement de statut). Ces rapports hiérarchiques peuvent donner lieu, dans leur expression matérielle (qui n'est pas nécessairement la plus fondamentale) ou symbolique, à des transferts dans les deux sens (dans la société féodale, prières contre récoltes, impôt contre protection, terres contre participation à la guerre, etc.) mais sans principe d'égalité : chacun doit ou reçoit selon son rang, son statut, et les droits qui y sont associés ne sont pas équilibrés. Le rapport d'endettement qui unit le créancier et le débiteur ne pose en principe pas, quant à lui, une inégalité de statut analogue : la différence réside dans le fait que la dette est volontairement nouée entre deux individus de statuts égaux, et n'instaure qu'une inégalité provisoire, à laquelle met fin le débiteur en se libérant d'elle par le remboursement.

Sur le premier point, à savoir que la dette est nouée entre deux individus égaux, David Graeber nous rappelle qu'elle ne saurait exister entre un esclave et son maître – un esclave n'a d'ailleurs aucune obligation selon l'anthropologue, puisqu'il est réduit à l'état d'objet, et non de sujet moral, par un pur rapport de force, de violence. L'arrière-fond de tout rapport d'endettement est donc une égalité de statut. C'est ce que le droit rend manifeste, comme le souligne l'auteur de *Dette. 5 000 ans d'histoire* (op. cit.,

p. 147) : « dans le cas des prêts d'argent, il suffit que les deux parties soient égales devant la loi. (Vous ne pouvez pas prêter d'argent à un enfant ni à un aliéné. Du moins, vous pouvez le faire, mais les tribunaux ne vous aideront pas à le récupérer.) »

Quant au fait que l'inégalité instaurée par la dette est toujours provisoire, il faut rattacher cela à l'idée que toute dette a en principe une fin, qui rétablit l'égalité financière des parties. C'est pourquoi David Graeber affirme (p. 147) : « une dette non remboursable par essence, ça n'existe pas. S'il n'y avait aucun moyen concevable de rétablir l'équilibre, nous ne parlerions pas de dette » mais de hiérarchie (par exemple à l'œuvre dans l'obligation de payer l'impôt qui lie le citoyen à l'Etat sans horizon d'égalité possible, ou dans l'obligation de service guerrier que le vassal a envers son suzerain). Le changement de statut au sein d'une hiérarchie sociale est certes possible mais beaucoup plus difficile que l'entrée ou la sortie du statut de débiteur ou de créancier. Il est, selon nous, le fait de la communauté dans son ensemble, qui seule peut élever ou abaisser l'individu, par un rite de passage à l'âge adulte de l'enfant, l'entrée dans les ordres d'un laïc qui devient prêtre, l'adoubement d'un roturier qui devient chevalier, la nomination officielle d'un subordonné à un poste de direction, etc. A l'inverse, le statut de débiteur ou de créancier n'est pas lié à la personne dans ses qualités singulières, mais à sa situation financière qui peut varier selon une infinité de facteurs indépendants. En ce sens, la dette demeure fondamentalement une relation entre égaux.

Il arrive bien sûr que l'équilibre entre débiteur et créancier s'avère finalement impossible à restaurer, et que les dettes soient alors annulées pour restaurer l'égalité (c'est tout le sens des procédures de surendettement qui visent à sortir les personnes concernées de l'impasse de dettes impossibles à rembourser), ou encore que l'on choisisse de masquer un déséquilibre structurel en lui donnant l'apparence d'une dette que l'on feint de croire remboursable pour sauver les apparences en affirmant que la réciprocité aura lieu, donc que les individus demeurent égaux. Remarquons par ailleurs que certaines dettes sont sans cesse renouvelées : c'est le cas de la dette des Etats, dont le remboursement ne se finance que par de nouveaux emprunts au point qu'on les envisage parfois comme des dettes perpétuelles. Mais si l'Etat demeure toujours aussi endetté, il a bien dû payer, au fil des échéances, les remboursements, et contracter une

nouvelle dette, avec une échéance précise, à chaque fois, auprès d'un créancier potentiellement nouveau. Nous avons déjà évoqué (au début de la partie de ce chapitre consacrée à la dette) le fait que la dette de l'Etat peut avoir un sens spécifique, comme c'est le cas dans le Dictionnaire de l'Académie Française, du fait notamment de son immortalité présumée, de laquelle découle une capacité à prendre des engagements perpétuels mais c'est là une exception¹.

D'où, selon nous, le rôle central que joue dans le rapport d'endettement la confiance en l'avenir de la relation : cette question ne se pose ni dans l'échange marchand instantané, qui se cantonne au présent, ni dans la hiérarchie, qui fixe pour toujours les statuts relatifs des agents les uns par rapport aux autres sans nécessité de construire la confiance. Dans le cadre de relations hiérarchiques, statutaires, la légitimité traditionnelle (ou légitimité de l'éternel hier, selon l'expression wébérienne) fonde sur un passé immémorial la conviction évidente, naturalisée, ininterrogée, que le rapport social sera toujours présent à l'avenir, identique à lui-même. A l'inverse, si la confiance est un élément central du rapport d'endettement, c'est selon nous parce que les positions réciproques, les statuts de créanciers et débiteurs, apparaissent non pas comme naturels mais comme socialement construits (par le contexte institutionnel, les décisions des agents, etc.). Ils ne trouvent pas leur origine dans un passé oublié mais dans un engagement (pour les dettes marchandes) dont on conserve le souvenir et souvent même la trace écrite. Or si les dettes ont toujours une origine, c'est bien sûr parce qu'elles ont toujours une fin, sans quoi elles se reproduiraient perpétuellement à l'identique dans l'avenir jusqu'à ce qu'on en oublie l'origine. Elles n'ont donc pas pour elles l'évidente valeur d'éternité des relations hiérarchiques : elles se nouent et se défont régulièrement, et supposent dès lors de reconstruire chaque fois la confiance.

Cependant, si le rapport d'endettement suppose une égalité préalable, elle n'a de sens que si l'égalité en question est temporairement rompue au point que l'un doit en passer par l'autre, s'endetter auprès de lui, pour avoir accès aux richesses qui lui manquent et que l'autre a en surplus. Il y a donc bien une ambivalence

¹ Rappelons qu'à l'inverse, pour le commun des mortels, rembourser ses dettes en contractant de nouvelles (ce qui s'appelle faire de la cavalerie) est en revanche interdit. Sur les marchés financiers, les pyramides de Ponzi sont à la fois dangereuses et sanctionnées.

fondamentale selon David Graeber (p. 147) : « cet accord entre égaux pour ne plus être égaux (du moins pour un temps) me paraît avoir une importance cruciale. C'est l'essence même de ce que nous appelons une "dette" ». La dette prend place dans l'échange qui n'est pas encore arrivé à son terme : suspendant la réciprocité entre égaux, elle constitue dès lors une rupture provisoire d'égalité. Selon l'anthropologue, tout se joue donc dans cet intervalle où l'égalité est rompue (p. 148) : « tant que la dette n'est pas remboursée, c'est la logique de la hiérarchie qui s'applique. Il n'y a aucune réciprocité. [...] Débiteur et créancier se font face comme un paysan et un seigneur féodal ». Cette inégalisation précaire fait de la dette un rapport potentiellement agonistique dans lequel peuvent se jouer de violentes prédatations, comme nous le montrons en annexe (en particulier p. 61) sur l'exemple des dettes publiques.

Résumons-nous : la dette est une notion polysémique, porteuse d'une grande confusion morale qui est souvent utilisée de manière stratégique par les acteurs sociaux eux-mêmes, mais il est possible d'en produire un concept rigoureux en la définissant par genre et par différence spécifique. La dette relève bien sûr du genre des rapports sociaux : ne pouvant être réduite à un contrat mutuellement avantageux entre agents rationnels, elle doit aussi être appréhendée comme une réalité affective et violente. La spécificité du rapport d'endettement est d'être un rapport bilatéral qui s'inscrit dans l'ordre de l'échange : il relève donc d'un rapport de réciprocité et suppose l'égalité de statut des coéchangistes. Mais la dette s'inscrit dans le rapport d'échange pour y insérer un délai, séparant chronologiquement le transfert du rendu. Ce délai a pour conséquences d'introduire la question de la confiance et du risque, mais aussi de rompre provisoirement l'égalité de statut constitutive de l'échange : c'est là que s'enracine la problématique de la domination par la dette, que nous allons approfondir maintenant, afin de montrer que la dette doit être pensée comme un rapport de dépendance.

4) *L'inégalité dans les différentes formes institutionnelles du rapport d'endettement*

Il convient sur ce point de distinguer différentes formes institutionnelles que revêt le rapport d'endettement à notre époque, et qui s'opposent notamment selon la place qu'y tient la monnaie : l'achat à crédit et l'emprunt financier, que nous avons déjà

évoqués, et auxquels nous ajouterons plus loin les formes très spécifiques du crédit bancaire et du titre obligataire. Repartons de la définition proposée par David Graeber : la dette comme obligation résultant de la suspension provisoire de l'égalité dans l'échange. Au sens strict, cette définition renvoie à l'achat à crédit, sans paiement comptant. Ce cas ne constitue que la forme la plus simple de la dette, et ce n'est pas celle qui nous vient spontanément à l'esprit lorsqu'on évoque la notion dans le langage courant¹. Dans ces modalités les plus simples, on peut même se demander si le rapport d'endettement ne constitue pas simplement une forme possible du rapport d'échange (l'autre forme étant l'échange simultané) plutôt qu'un rapport social distinct à part entière. C'est à travers la forme plus complexe de l'emprunt financier que le rapport d'endettement s'affirme comme une réalité clairement distincte du simple rapport d'échange, parce qu'elle ne fait intervenir aucune marchandise, et ne concerne que la monnaie elle-même.

L'emprunt ou symétriquement le prêt financier consiste en la mise à disposition provisoire d'une somme d'argent qui doit être remboursée avec des intérêts. Il s'agit d'une forme très particulière de prêt² : une forme entièrement monétaire, dans laquelle aucun bien ne circule – contrairement par exemple au prêt d'un véhicule, prêt qui, s'il est marchand, est appelé location. Dans le cas d'un prêt financier, c'est une somme d'argent qui est louée, et le versement des intérêts correspond au paiement monétaire du prix de cette location – le loyer de l'argent. Le prêt/emprunt financier est donc bien une forme entièrement monétaire du prêt/emprunt marchand, une location où l'argent

¹ Bien que les « dettes fournisseurs » (qu'enregistrent les firmes à la réception des factures pour le règlement desquelles elles bénéficient d'un délai de paiement) occupent une place très importante au quotidien dans le fonctionnement financier des entreprises, petites ou grandes.

² Nous employons ici l'expression « prêt financier » sans la restreindre au prêt obligataire contracté sur un marché financier (ce que l'on fait parfois en opposant prêts financier et prêt bancaire). Nous visons ici le concept générique de prêt à intérêt d'une somme d'argent : le prêt financier, par opposition à l'achat à crédit. Il existe aussi le prêt/emprunt non financier, portant sur un bien plutôt qu'une somme d'argent, mais nous ne nous y attardons pas, car le terme « dette » n'est usuellement pas appliqué pour ce type de relation, qu'elle soit marchande ou non. En effet, on ne dit pas que l'on a une dette envers un ami parce qu'on lui a emprunté un livre (ou alors, on entend par là qu'on lui est redevable du prêt ou du don d'*autre chose* en retour), ni envers le loueur quand on loue un bien (ce qui constitue la forme marchande de l'emprunt non financier) : on a simplement l'obligation de rendre le bien (en plus du loyer, c'est-à-dire du prix de l'usage provisoire du bien, dans le cas de la location), et non de *rembourser* la somme empruntée comme c'est le cas pour une dette financière, ou de rendre un *équivalent* du bien (un contre-don) comme c'est le cas lorsque l'on paye ce Graeber nomme une dette de don.

paye l'argent. Or le prêt marchand (ou location) est lui-même une forme particulière de l'échange marchand où la marchandise vendue n'est pas un bien mais un service : l'usage provisoire d'un bien. Le prêt financier pourrait donc lui aussi être analysé comme une forme dérivée d'échange marchand, où l'emprunteur achète non pas la propriété plénière mais l'usage provisoire de quelque chose, à savoir en l'occurrence non pas d'un bien matériel mais d'une somme d'argent : autrement dit, l'emprunteur achèterait un service de liquidité, dont le prix serait le taux d'intérêt – la somme d'argent empruntée devant par ailleurs être remboursée à terme, mais de la même manière que l'on restitue un bien emprunté à l'issue d'une location. Ainsi interprété en tant que forme, même complexe, de l'échange, le prêt financier serait donc censé constituer un rapport de réciprocité entre égaux. Mais le fait que ce soit une somme d'argent qui soit louée change en réalité la donne.

L'emprunt financier correspond certes à l'achat d'un droit d'usage provisoire d'une somme d'argent, mais faire usage de la monnaie empruntée revient en fait à la dépenser¹ : très vite dès lors, l'emprunteur ne se trouve plus en possession de l'objet qu'il a emprunté et qu'il devra pourtant restituer (en plus du loyer convenu, c'est-à-dire des intérêts), ce qui n'est bien sûr normalement pas le cas lors d'une location de véhicule. C'est ici que le remboursement d'une dette financière diffère entièrement de la restitution d'un bien loué : le débiteur voit peser sur lui un fardeau bien spécifique, l'obligation de se procurer la somme d'argent qu'il doit rembourser, en plus des intérêts, alors même que s'il a eu recours à l'emprunt, c'est qu'il manquait lui-même de monnaie à l'origine². C'est cet engagement sur l'avenir, pris en contexte d'incertitude radicale (du moins si l'on admet la vision keynésienne, et non pas néoclassique, des anticipations), que nous nommons le « fardeau de la dette ». Ce concept s'avèrera important dans la suite de notre recherche pour comprendre pourquoi la demande de crédit ne repart pas en situation de crise *même en cas de taux d'intérêts quasi-nuls*, souvent assimilés à tort à de l'argent gratuit : si les intérêts constituent formellement le prix de l'emprunt

¹ En principe, nul n'emprunte une somme uniquement pour la thésauriser sans en tirer bénéfice, dès lors que cet emprunt a un coût (sauf cas très particulier, pour faire face à une éventualité de dépense).

² Contrairement à celui qui loue un véhicule, et qui dispose généralement des sommes nécessaires pour payer sa location, c'est-à-dire l'équivalent des intérêts dans un prêt financier, et est en principe en mesure de restituer le bien loué, c'est-à-dire l'équivalent du principal.

financier, son coût véritable inclut aussi le risque intrinsèque au fardeau de la dette que le débiteur n'est jamais certain de pouvoir rembourser, et qui met sur ses épaules une pression dont on a déjà mentionné les effets psychologiques, témoins de la puissance affective à l'œuvre dans le rapport d'endettement. Ainsi, si le prêt financier peut être vu comme une forme complexe d'échange marchand, on comprend aisément que sa dimension exclusivement monétaire change en réalité la nature même du rapport social.

En outre, elle repose sur un principe hiérarchique qui rompt l'égalité constitutive de la réciprocité marchande, ouvrant la possibilité de prédatons violentes (comme nous l'illustrerons plus loin par divers exemples) : en effet, le prêteur, qui dispose d'argent suffisamment en abondance pour préférer le prêter à intérêt que le dépenser, est en position de supériorité par rapport à l'emprunteur, qui souhaite au contraire effectuer une dépense sans disposer des liquidités nécessaires. Le besoin est donc du côté de l'emprunteur, et l'aisance du côté du créancier – de la même manière que, dans le rapport salarial, le besoin est du côté du salarié, et l'aisance du côté du détenteur de capitaux. Cette asymétrie tend d'ailleurs à se renforcer par le paiement des intérêts – on y reviendra dans la section suivante. Toutefois, la situation d'emprunt étant limitée dans le temps, l'inégalité constitutive de la dette est censée être provisoire, et non pas permanente comme dans un rapport hiérarchique d'inégalité statutaire tel que le salariat. La présence dans le prêt financier d'un principe d'*inégalité provisoire* fait bien de celui-ci une forme de dette, à mi-chemin entre l'échange et la hiérarchie. Une location classique (mise à disposition provisoire et payante d'un bien) se rapproche comme on l'a dit d'un simple contrat de service (location de véhicule, d'appartement...), d'un simple échange marchand (malgré l'obligation de restitution finale), car elle n'instaure pas vraiment d'inégalité provisoire entre les coéchangistes, et ne relève donc pas de la dette au sens strict même s'il y a bien une obligation de rendre. En revanche, la location d'argent, c'est-à-dire le prêt financier, comporte bien un principe d'inégalité provisoire. Cela distingue en outre le prêt financier de l'achat à crédit.

On peut cependant estimer que ce qui a été dit du prêt financier peut également l'être de l'achat à crédit. Tout d'abord, la configuration semble analogue au départ,

marquée par une inégalité initiale : tout comme l'emprunteur a besoin de liquidités là où le prêteur en a au contraire en excès, l'acheteur à crédit a besoin d'un délai de paiement, là où le vendeur qui lui fait crédit est au contraire en mesure d'accorder un délai. Ensuite, le problème du fardeau de la dette semble se poser tout autant : comme le client d'une banque qui contracte un emprunt financier, l'acheteur à crédit prend un engagement sur l'avenir en situation d'incertitude, même s'il n'a pas emprunté d'argent : il devra bien trouver par la suite la somme qu'il s'est engagé à rembourser et dont il ne dispose pas. Enfin, l'inégalité initiale semble accentuée au terme de la relation, car, comme les dettes financières, les ventes à crédits génèrent d'ordinaire un intérêt. Les entreprises détentrices de créances marchandes sur leurs clients ont d'ailleurs la possibilité de les transformer en liquidités auprès des banques par les procédures d'escompte des traites : les banques considèrent donc ces créances comme analogues aux crédits bancaires classiques qui constituent leur cœur de métier ; ce sont pour elles des promesses de paiements futurs, la promesse du remboursement final du principal, et la promesse du paiement régulier des intérêts. Ainsi, comme l'emprunt financier, l'achat à crédit correspond au concept de dette que nous développons : la rupture provisoire de l'égalité qui sous-tend l'échange marchand, par l'introduction d'un délai qui suspend la réciprocité. On emploie d'ailleurs couramment le vocabulaire de la dette tant à propos des prêts financiers (dette financière, crédit bancaire, créancier/débiteur, etc.) que de l'achat à crédit (faire crédit, dette fournisseur, créance client, etc.).

Mais des différences persistent entre ces deux types de dettes. L'octroi d'un délai de paiement par un vendeur n'est pas forcément le signe d'une supériorité dans l'accès aux liquidités – au contraire, dans le cas de la grande consommation par exemple, les grandes enseignes ont accès à d'immenses liquidités par le flux des paiements quotidiens des clients finaux en caisse, mais imposent des délais de paiements très longs à leurs fournisseurs grâce au pouvoir de marché qui est le leur en situation d'oligopsonie. Dans ce cas, l'inégalité provisoire se constitue donc *dans* l'échange, en vertu du degré de concurrence que subit chaque partie. A l'inverse, dans le prêt financier, l'inégalité d'accès à la liquidité est *préalable* au contrat de prêt. Surtout, les dettes nées d'un achat

à crédit sont en principe de très court terme¹, ce qui réduit le risque constitutif du fardeau de la dette et le volume des intérêts en jeu – contrairement, par exemple à une obligation de long terme émise par un Etat ou une entreprise, ou à un crédit immobilier. Il s’agit donc en principe de gérer un problème de liquidité sans s’exposer à un véritable enjeu de solvabilité, même si la frontière entre les deux peut bien sûr être poreuse. Cette forme de dette s’interprète donc selon nous davantage comme une souplesse introduite dans le rapport d’échange que comme un rapport social distinct à part entière². Notons d’ailleurs que dans son analyse de l’économie d’Ancien Régime, Fernand Braudel³ considère le boutiquier qui achète et vend à crédit comme relevant de l’économie de marché, des « jeux de l’échange » égalitaires et non du capitalisme, au contraire du banquier⁴.

5) *La dette, entre échange marchand et capital*

Dans sa forme la plus spécifique, le prêt financier, la dette n’est-elle pas, finalement, une forme de capital, donc de rapport hiérarchique ? En effet, si le prêt d’argent prend place dans une situation d’inégalité préalable dans l’accès à la liquidité, et qu’il est non seulement remboursé mais aussi rémunéré en argent, il est probable qu’il ne fasse que renforcer le déséquilibre initial en sur lequel il se fonde. Le prêteur peut dès lors être dans un rapport capitaliste d’investissement de son argent dans des opérations de prêts en vue d’augmenter son capital.

¹ En France, les délais de paiement interentreprises sont limités à 60 jours calendaires, et les facilités de paiement en plusieurs fois accordées par les entreprises aux consommateurs sont inférieures à 90 jours (ce qui le distingue des crédits à la consommation accordés par des banques qui avancent l’argent).

² Notons d’ailleurs que si l’on emploie le terme « crédit » dans les deux formes de dettes, c’est d’une manière différenciée : dans le cas la vente à crédit, on l’emploie surtout dans la locution verbale « faire crédit », tandis que dans le cas du prêt financier, on l’emploie davantage comme substantif : on parle d’« un crédit » que la banque accorde, signe que ce rapport social acquiert ici une autonomie et une consistance ontologique propre. Faire crédit est une action, une souplesse accordée dans l’échange marchand ; un crédit bancaire est une chose, une réalité à part entière.

³ Fernand Braudel, *La Dynamique du capitalisme*, Paris, Flammarion, 2008 (1985), p. 24.

⁴ Ou du marchand qui s’interpose entre producteurs et consommateurs en échappant à la concurrence pour distordre l’égalité dans l’échange : selon Braudel, celui-ci tire bénéfice de sa connaissance des deux marchés, mais, surtout, « dispose d’argent comptant, c’est son principal argument » (*ibid.*, p. 58). L’inégalité dans l’accès à la monnaie est donc le préalable sur lequel se déploie des relations que l’historien qualifie de capitalistes.

Rappelons que Marx définit le capital comme ce rapport social où l'argent produit de l'argent : là où l'échange marchand fait de la monnaie un intermédiaire des échanges, le capital en fait l'objet d'une accumulation. Ainsi, dans l'échange, un agent se fait d'abord offreur et vend une marchandise M pour acquérir une somme d'argent A (son prix) qu'il utilise ensuite pour devenir demandeur et acheter une autre marchandise M' de même valeur selon la formule bien connue [M-A-M' ; V(M) = A = V(M')] ; dans l'accumulation du capital, à l'inverse, une somme d'argent A est investie dans l'achat d'une marchandise M dans le but d'en tirer une somme d'argent supérieure A' selon la formule [A-M-A' ; A' > A]¹. Pour Marx, la seule marchandise susceptible de créer davantage de valeur à mesure qu'on la consomme est le travail², et la forme essentielle du capital est le salariat, qui exploite directement la force de travail. Mais il suffit que la marchandise M soit en réalité un titre de créance pour que la formule du capital s'applique au prêt financier³ : en effet, le prêteur investit une somme d'argent dans l'obtention d'une créance, et la récupère finalement augmentée des intérêts. Le rapport d'endettement peut donc tout à fait être interprété comme une forme de capital.

De même qu'il est courant de distinguer rapport marchand et rapport salarial, il est non moins courant de distinguer économie de marché et capitalisme, la première étant caractérisée par l'égalité qui peut exister entre des petits propriétaires privés de même statut, des petits producteurs-consommateurs indépendants, le second étant marqué par une inégalité fondamentale entre capitalistes et salariés dont les statuts sont hiérarchiquement distincts. Cette représentation classique oublie cependant le rapport d'endettement, qui nous semble introduire une situation intermédiaire au sein

¹ Karl Marx, *Le Capital*, Livre I, Paris, Gallimard, 2010 (1968), 2^e section, Chapitre IV « La formule générale du capital », p. 239 à 250.

² Notons que la caractérisation de l'échange marchand et du capital par les formules ci-dessus peut se comprendre sans référence à la théorie de la valeur travail qui la sous-tend chez Marx : elle nous semble donc compatible avec la conception institutionnelle de la valeur marchande propre au cadre épistémologique régulationniste qui est le nôtre.

³ La marchandise M peut en effet théoriquement prendre des formes très diverses : ce peut être la force de travail dans le cas du salariat, mais aussi le travailleur lui-même dans le cas de l'esclavage, une machine ou une propriété foncière dégageant un flux de loyers dans le cas d'une location, un prêt à intérêt comme un crédit bancaire, un titre dont on attend un flux de revenus comme une action ou une obligation, un bitcoin ou un tableau de maître ne produisant aucun rendement mais dont on attend une hausse du cours et donc une plus-value de cession, ou encore un contrat d'assurance à visée spéculative...

même de l'économie de marché : la présence du capital sous forme de dette plutôt que de salariat, soit une économie de marché avec capital mais sans véritable mode de production capitaliste. Expliquons-nous.

L'économie de marché se caractérise par un haut degré de division du travail, donc par la nécessité d'en passer par l'échange marchand pour accéder aux biens et services nécessaires à sa survie ou à la reproduction de son niveau de vie : il faut offrir des marchandises d'un certain type sur le marché pour en retirer une somme d'argent permettant ensuite d'acheter des marchandises d'un autre type mais de même valeur. Chacun devant tour à tour se faire producteur et consommateur dans un rapport de réciprocité, une telle situation n'implique pas d'inégalité fondamentale. Le capitalisme ajoute à cela l'avènement de moyens de production collectifs (l'appareil industriel) dont la propriété demeure privée (aux mains des capitalistes), et la nécessité pour ceux qui n'en sont pas propriétaires d'en passer par le salariat, donc par les conditions imposées par les détenteurs du capital, pour accéder à la monnaie (sous la forme du salaire) et donc à la consommation par l'échange marchand. Le rapport d'endettement se rapproche de cette logique, puisqu'il s'agit pour le débiteur d'en passer par le créancier pour accéder à la monnaie. Mais le salariat introduit une véritable inégalité de statut, un principe hiérarchique : il est d'ailleurs juridiquement qualifié de rapport de subordination, car le salarié travaille sous les ordres de l'employeur. Pour sa part, le rapport d'endettement ne constitue pas un rapport de subordination analogue au rapport salarial, le débiteur ne se trouvant pas à proprement parler sous les ordres du créancier. Il constitue néanmoins un rapport de dépendance qui rompt l'égalité propre au rapport d'échange, mais de manière toutefois provisoire, et non permanente comme dans le cas du salariat.

Cette ambiguïté fondamentale d'un rapport oscillant entre égalité et inégalité est périlleuse pour le débiteur : en cas de défaut de paiement, d'incapacité à restaurer l'égalité initiale, le rapport d'endettement risque en effet de vaciller dans la domination hiérarchique, révélant soudainement la violence latente de ce rapport social. C'est ce que révèle selon David Graeber (*op. cit.*) l'Histoire de la dette depuis la Grèce antique, et même, bien au-delà, depuis la Mésopotamie antique où naît le prêt à intérêt.

L'anthropologue mentionne trois degrés de servitude pour dette : l'esclavage, la mise en gage et le péonage. Dans le premier cas, l'individu surendetté est purement et simplement réduit en esclavage au profit de son créancier, ce qui révèle que la logique de la dette peut aller jusqu'au dernier degré de violence, de déshumanisation possible jusqu'à réduire le débiteur insolvable à un bien meuble. Dans le deuxième cas, cette situation n'est que temporaire : l'individu endetté met ses enfants en gage, c'est-à-dire au service de son créancier, travaillant pour lui sans être rémunérés (comme des esclaves) le temps qu'il rembourse ses dettes. Cette situation s'apparente à une prise d'otage, mais est moins violente que l'esclavage puisqu'elle est réversible. Dans le troisième cas enfin, le péonage, la logique de la mise en gage est adoucie : le péon est mis au travail pour le compte du créancier, mais contrairement au cas précédent, son travail est comptabilisé comme remboursement de la dette. Les exemples sont innombrables : à la lecture de David Graeber, on comprend que la dette est un mode d'échange et de financement essentiel dès les premières économies marchandes, en Mésopotamie antique, et qu'il s'accompagne toujours d'un haut degré de violence.

La réalité du rapport d'endettement est donc bien loin de l'idéal néoclassique de contrat mutuellement avantageux permettant l'allocation inter-temporelle optimale des ressources pour chacune des parties, car dans l'intervalle qui sépare l'apparition de la dette de son remboursement, une relation de domination peut se nouer entre créanciers et débiteurs. Cela semble évident à l'historien qui contemple sur plusieurs millénaires les foules innombrables d'individus réduits à la servitude pour leur incapacité à rembourser leurs dettes depuis la Mésopotamie antique, mais ce qui vaut pour les économies précapitalistes demeure vrai dans le capitalisme le plus contemporain, quoique sous d'autres formes. Si aujourd'hui l'appropriation d'une personne par la dette, *via* sa réduction à l'esclavage, n'est plus en vigueur, le rapport d'endettement reste un moyen potentiel de s'approprier les richesses d'autrui. Ce peut être par la captation d'intérêts très élevés qui augmentent la richesse du créancier au détriment du débiteur, mais aussi par la dépossession pure et simple, par exemple quand une banque contraint le propriétaire d'une entreprise débitrice à céder des parts majoritaires du capital pour accéder au financement qui conditionne sa survie et son

développement. Dans le cas des ménages contractant des crédits hypothécaires, la dépossession peut aller jusqu'à l'expropriation et l'expulsion des débiteurs du logement dont ils étaient propriétaires, au prix bien souvent d'une très grande précarité sociale. Ce phénomène n'a rien de négligeable, et a même atteint une ampleur considérable pendant la crise des *subprimes* : aux Etats-Unis, plus de six millions de ménages sont expulsés 2006 et 2013¹. Mais l'appropriation par le créancier des richesses du débiteur concerne également les Etats : les exemples historiques sont nombreux en la matière, en particulier le cas récent de la Grèce, dont l'expérience au cours de la décennie écoulée est à cet égard très instructive. Nous analysons en détail les procédés de prédation qu'a subi ce pays dans l'annexe que nous consacrons à la dimension agonistique du rapport d'endettement dévoilée par la crise des dettes souveraines européennes (p. 59) : ce développement empirique nous a paru nécessaire pour donner chair au concept de rapport de dépendance en le faisant jouer sur des exemples concrets, pour mesurer sa portée heuristique sur des enjeux d'échelle étatique à notre époque, et enfin pour l'affiner par la prise en compte des modalités pratiques de ce rapport agonistique, des dispositifs institutionnels par lesquels il peut passer ou des marges de manœuvre stratégiques que les agents parviennent à s'y dégager.

La dimension hiérarchique et violente du rapport d'endettement demeure donc un enjeu tout à fait contemporain, mais comme nous l'avons vu avec la servitude pour dette telle que l'analyse David Graeber, il n'est toutefois pas besoin d'attendre le mode de production capitaliste, défini par la centralité du rapport salarial, pour observer les limites d'une représentation strictement égalitaire des économies de marché : la domination apparaît potentiellement dès l'introduction du rapport d'endettement, qui détruit l'égalité de l'intérieur de la société marchande en imposant au débiteur, en manque de liquidités, d'en passer par les conditions du créancier pour accéder à la monnaie, selon un processus qui aggrave l'inégalité de départ. Le rapport d'endettement précède le mode de production capitaliste, mais constitue déjà une

¹ Sumit Agarwal, Gene Amromin, Itzhak Ben-David, Souphala Chomsisengphet, Tomasz Piskorski et Amit Seru, « Policy intervention in debt renegotiation: Evidence from the Home Affordable Modification Program », *Journal of Political Economy*, 2017, vol. 125, n° 3, p. 654 à 712. Le chiffre de 10 millions de propriétaires expulsés en dix ans entre 2006 et 2016 est également souvent avancé.

forme de capital, antérieure à la forme salariat même dans la civilisation occidentale : avant de s'assurer la capture de la production en adoptant une forme agricole avec l'esclavage ou industrielle avec le salariat (donc avant que l'on puisse parler de mode de production capitaliste), le capital s'est emparé de l'échange marchand (sous la forme du commerce de gros au long court) et de la finance (sous la forme du prêt à intérêt, déguisé ou non en lettres de change) – formes historiquement premières du capital que Fernand Braudel a largement documentées¹. Les gros négociants² et les usuriers connaissent une logique d'accumulation du capital en Europe bien avant les propriétaires de plantations ou d'usines. Dans *La Monnaie entre dettes et souveraineté* (op. cit.), Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot insistent eux aussi sur le rôle des lettres de change (circulant dans les réseaux d'agents pontificaux pour le paiement des impôts de l'Eglise et le financement des croisades) dans la constitution du capitalisme, qui est financier et marchand avant d'être industriel et salarial.

La dette a sans doute joué un rôle prépondérant dans l'accumulation primitive du capital. Marx reconnaît d'ailleurs lui-même dans le prêt financier une forme du capital : « l'usure est même la plus ancienne des formes antédiluviennes du capital »³. Dès lors que le prêt financier permet à ceux qui détiennent des liquidités d'en accumuler encore davantage selon une logique capitaliste, le principe inégalitaire à l'œuvre dans ce rapport social dérive peu à peu vers une forme permanente et statutaire plutôt que provisoire et contingente, mais tel n'est pas pleinement le cas tant que n'est pas institutionnalisée la propriété privée des moyens collectifs de production. Le prêt/emprunt financier demeure en réalité un rapport social *sui generis*, qui oscille entre

¹ Contrairement à nous, Fernand Braudel emploie le terme « capitalisme » pour désigner « l'étage supérieur » des relations économiques médiévales ou d'Ancien Régime caractérisées par une logique fortement inégalitaire, hiérarchique, d'accumulation du capital, mais il admet pleinement que cette forme de capital n'a pas encore, à cette époque, créé un « "mode de production" qui lui serait propre » (Fernand Braudel, *La Dynamique du capitalisme*, op. cit., p. 44). Nous préférons pour notre part réserver le terme « capitalisme » au mode de production, et désigner l'« étage supérieur » étudié par Braudel aux époques antérieures comme capital sans capitalisme.

² Le négociant n'est pas spécialisé mais polyvalent, contrairement au simple marchand de drap par exemple : son métier n'est pas d'être un intermédiaire dans l'échange d'une marchandise donnée (selon la formule marxiste M-A-M), mais bien de faire de l'argent avec de l'argent (A-M-A') quel que soit le type de marchandise qu'il utilise. Voir Fernand Braudel, *ibid.*, p. 63 à 65.

³ Karl Marx, *Grundrisse*, tr. sous la responsabilité de Jean-Pierre Lefebvre, éditions sociales, 1980, volume II, page 28.

échange réciproque et hiérarchie pure : le pouvoir des créanciers semble à la fois toujours présent, et toujours contesté par les débiteurs au nom de l'égalité marchande, comme le révèlent les cinq mille ans d'Histoire de sédition et d'effacement de dettes que David Graeber retrace. Ce dernier montre en effet que les révoltes des débiteurs (qui risquent l'esclavage pour dette) sont monnaie courante en Mésopotamie antique, jusqu'à parfois la destruction de villes entières, et que des pratiques rituelles d'« effacement des tablettes » (périodiques comme le Jubilé, ou liées à l'accession au trône d'un nouveau souverain) étaient très fréquentes – ce qui peut s'interpréter selon nous comme une première forme de régulation étatique des contradictions du capital, limitant son accumulation. Une conflictualité collective existe donc autour du rapport d'endettement depuis la Haute Antiquité.

Celle-ci n'a pas disparu avec la modernité, et nous proposons d'y voir une forme de conflit de classe. En effet, dès qu'apparaît le capital sous la forme de la dette, des classes d'intérêts contradictoires se constituent dans leur rapport à l'institution monétaire, car toute instabilité des prix génère des effets de redistribution entre les patrimoines respectifs des créanciers et des débiteurs (nous reparlerons au Chapitre IV de cet effet identifié par Fisher dans sa théorie de la spirale désendettement-déflation). Créanciers et débiteurs ont collectivement des intérêts opposés en ce qui concerne la politique monétaire, les premiers ayant intérêt à ce que l'inflation soit la plus faible possible au contraire des seconds. Si l'on ne peut pas à proprement parler de classes sociales définies par les rapports sociaux de production (comme le rapport salarial qui oppose employeurs et salariés¹), il s'agit tout de même bien ici de classes d'intérêts communs définies par les rapports sociaux de financement (créancier / débiteur). Le rapport d'endettement se distingue, par cette dimension collective, de l'opposition d'intérêts entre les coéchangistes qui définit le rapport marchand. Certes, ce dernier est

¹ Il existe bien sûr aussi des classes définies par les rapports sociaux de production dans les modes de production précapitalistes. Dès les économies dites palatiales de la Haute Antiquité, des paysans, artisans et ouvriers exécutent collectivement la production dans les domaines gérés par les « grands organismes » (temples et palais), tandis que la bureaucratie l'organise et contrôle l'allocation du produit (certaines analyses trotskystes comparent d'ailleurs cette classe à la *nomenklatura* soviétique pour rapprocher le mode de production de l'URSS du concept marxiste de « despotisme asiatique »). Des conflits sociaux opposent parfois ces deux classes : la première grève connue de l'histoire humaine remonte ainsi à l'Égypte antique, à Deir-el-Médineh, vers -1166.

conflictuel, puisque les intérêts de l'acheteur s'opposent directement à ceux du vendeur, mais chacun étant tour à tour acheteur et vendeur, producteur et consommateur, cette violence ne se structure pas en classes collectives¹. En revanche, le rapport d'endettement a historiquement structuré des antagonismes de classe dans la modernité.

Les Etats-Unis en sont un bon exemple : on retrouve tout au long de la conquête de l'Ouest (et en réalité dès la première moitié du XVIII^e siècle) cette opposition financière (créanciers contre débiteurs) combinée à une opposition sectorielle (paysans contre industriels) et géographique (Far West contre premières colonies de l'Est), les pionniers s'endettant pour acheter de nouvelles terres à défricher, et soutenant l'émission de papier-monnaie aux effets inflationnistes pour augmenter le prix des terres cultivées, accéder à de nouvelles liquidités par un crédit abondant, et réduire le poids réel des dettes déjà contractées comme l'explique Jacques Mertens : « Débiteurs contre créanciers, pionniers contre capitalistes, Ouest contre Est, telles sont les bases de l'inflationnisme américain. »² Aujourd'hui, ce sujet est moins visible, et les violentes révoltes de débiteurs qui ponctuaient l'Histoire depuis la Haute Antiquité semblent avoir disparues, mais l'on pourrait interpréter des mouvements comme *Occupy Wall Street*, nés de la crise des *subprimes*, comme une révolte contre les créanciers – que les Gilets Jaunes français sont aussi nombreux à dénoncer, s'en prenant cette fois à la dette publique. Quoi qu'il en soit, il y a bien toujours des groupes sociaux endettés (individuellement, ou collectivement par la dette publique) qui ont en commun certains intérêts notamment en matière de politique monétaire, quand d'autres groupes, créanciers, ont les intérêts inverses. Ceci met en lumière l'importance du rapport d'endettement, parfois sous-estimée par les économistes : son poids historique dans les économies de marché non-capitalistes est essentiel, mais il demeure central dans le mode de production actuel.

¹ Il peut exister des coalitions sectorielles (corporations, cartels...) car les producteurs d'un même secteur ont collectivement intérêt à vendre leurs biens le plus cher possible, mais ils n'ont pas un intérêt collectif particulier à l'augmentation du niveau général des prix, car le pouvoir d'achat gagné en tant que vendeur serait perdu en tant qu'acheteur si l'inflation concerne tous les secteurs.

² Jacques E. Mertens, *La naissance et le développement de l'étalon-or, 1696-1922*, Paris, PUF, 1944, p. 179, cité par Adrien Vila, *Cycles et instabilité chez I. Fisher : l'équilibre à l'épreuve de la monnaie*, thèse de doctorat, Paris Sciences et Lettres, 2018, p. 62.

6) *Les formes du rapport d'endettement dans le capitalisme contemporain*

Encore aujourd'hui, le rapport d'endettement joue un rôle essentiel dans l'économie, en tant que forme de capital logiquement indépendante du salariat – et pouvant même le remplacer en partie : pour accéder à la monnaie, nécessaire aux dépenses marchande, un agent peut en passer par le créancier et vivre à crédit, plutôt que par l'employeur en se faisant salariat, mais il contribue dans les deux cas à enrichir le détenteur du capital. L'indépendance formelle du rapport d'endettement par rapport au rapport salarial doit toutefois être nuancée en pratique : outre le fait que les deux ont historiquement été articulés dans les *truck systems*¹ aujourd'hui révolus, il reste vrai que pour pouvoir emprunter, l'agent débiteur doit donner des gages de sa solvabilité, et que sa capacité de remboursement futur provient le plus souvent, dans le cas d'un ménage, par son insertion dans le salariat – la stabilité de l'emploi étant d'ailleurs un des critères essentiels des créanciers pour décider de l'octroi d'un prêt. Rapport salarial et rapport d'endettement sont donc en réalité très interdépendants, et peuvent d'ailleurs se combiner de différentes manières : un salarié peut souscrire un crédit en prévoyant de le rembourser au fil de ses salaires futurs, mais c'est bien souvent un crédit, octroyé par la banque à son entreprise, qui finance *in fine* le versement de son salaire. Cependant, la dette peut aussi être indépendante du salariat : un indépendant peut également être endetté, sans percevoir de salaire ni en verser à quiconque. Ce cas est bien sûr minoritaire, mais suffit à établir que la dette n'est pas à notre époque une simple modalité du salariat apportant de la souplesse dans la distribution intertemporelle des salaires, mais bien un rapport social distinct, concernant aussi bien les salariés que les indépendants, les ménages que les entreprises, les agents privés que publics (la dette des Etat est bien sûr un sujet essentiel aujourd'hui, sur lequel nous reviendrons), les agents non-financiers que les agents financiers (les dettes bancaires

¹ Systèmes dans lesquels les employés d'une compagnie (typiquement la compagnie minière à laquelle fait référence la chanson *Sixteen Tons* de Merle Travis dont nous avons mis le refrain en exergue de cette thèse) ne peuvent se ravitailler qu'au magasin de cette même compagnie (par exemple parce qu'elle les rémunère en coupons) à des prix parfois supérieurs à leur salaire, les obligeant à s'endetter toujours plus : les capitalistes ont donc historiquement combiné le rapport salarial à l'échange marchand en situation de monopole et au rapport d'endettement afin d'accroître leur domination, preuve que la dette est bien un rapport de dépendance (« *Another day older and deeper in debt [...] I owe my soul to the company store* »), facteur de conflictualité : le *truck system* a provoqué de fortes luttes syndicales jusqu'à son abolition.

sont également un enjeu majeur de la stabilité financière). Quoiqu'en interaction étroite avec lui au sein des économies monétaires de production, la dette se distingue donc du salariat et constitue une forme autonome de capital, procédant comme on l'a dit d'une forme complexe d'échange marchand dont elle finit par subvertir la logique égalitaire pour la remplacer par celle de l'accumulation.

Arrêtons-nous, pour finir cette élaboration conceptuelle, sur deux formes très spécifiques du rapport d'endettement qui occupent un rôle central dans le capitalisme contemporain : le crédit bancaire et les obligations financières. Commençons par le crédit bancaire : bien qu'il s'inscrive dans la structure générale du prêt financier, celui-ci en constitue une forme très spécifique, car il est financé non pas par une épargne préalable, mais par création monétaire – tout comme l'achat de créances par les banques. Dans ces deux cas en effet (et nous y reviendrons au Chapitre II), la banque crée la monnaie qu'elle prête, ce qui ajoute une dimension fondamentale d'inégalité statutaire entre le créancier et le débiteur dans cette forme institutionnelle particulière du rapport d'endettement. La hiérarchie ne repose pas ici sur le fait que la banque disposerait de liquidités excédentaires alors que l'individu en manquerait, mais sur le fait que la banque crée *ex nihilo* la monnaie qu'elle prête. Ce privilège conféré par la loi institutionnalise la différence de statut : l'inégalité entre créancier et débiteur n'existe pas par accident, par le hasard de l'épargne accumulé par l'un et du besoin de financement auquel l'autre fait face, mais bien en vertu de la loi qui confère à l'institution bancaire un statut supérieur en lui reconnaissant une capacité de création monétaire pour le compte de la communauté. Chaque banque crée bien sûr une monnaie dont la sphère de circulation est limitée à l'ensemble de ses clients, mais qui est convertible en monnaie de la Banque centrale, sous forme scripturale (admise par toutes les banques pour les règlements interbancaires) ou en espèces (utilisé par l'ensemble des consommateurs membres de la même communauté monétaire et accepté par tous les commerçants en vertu de son cours légal). C'est donc bien une part de la souveraineté de la monnaie qui est abandonnée aux banques privées, même si leur capacité à créer la monnaie est encadrée par des conditions juridiques et comptables définies par la loi et les décisions de la Banque centrale. En termes spinozistes, on peut

dire que le crédit bancaire et la monétisation de l'achat des créances par les banques institutionnalisent la capture partielle par les puissances privées du capital de la puissance de la multitude que représente le pouvoir de création monétaire, dès lors soumis à la loi du profit.

Le crédit bancaire et la monétisation de l'achat de créances constituent une forme capitaliste de création monétaire, non seulement parce qu'ils sont opérés par les banques privées selon un objectif de profit pour leurs actionnaires plutôt que par la puissance publique sans logique d'accumulation, mais aussi (et c'est bien sûr lié) parce qu'ils se fondent sur la monétisation du capital des débiteurs. Nous avons dit que les banques créent la monnaie *ex nihilo* : nous entendons par là qu'elles peuvent le faire sans réserves préalables de monnaie centrale (on y reviendra au chapitre suivant), mais, dans l'état actuel des règles juridiques, elles ne peuvent le faire sans contrepartie comptable. Elles ne peuvent s'octroyer la monnaie qu'elles créent, mais doivent le faire au bénéfice d'un agent économique en échange d'une promesse de remboursement avec intérêts – c'est-à-dire d'une forme de capital. On ne peut donc pas réellement dire que les banques créent la monnaie *à partir de rien* : il serait plus juste de dire qu'elles le font à partir du capital des agents emprunteurs. Comme le souligne Jean Cartelier¹, si l'or était jadis le fondement du monnayage, c'est aujourd'hui le capital (la promesse de flux de revenus futurs) qui est monétisé par la banque (à qui il appartient d'évaluer ce capital).

La création monétaire opère par un échange de créances – dépôt contre prêt. La monnaie bancaire a pour contrepartie la créance de la banque sur l'emprunteur, appelée à être remboursée avant la fin de la période grâce aux recettes futures de l'agent. Mais si la création monétaire repose finalement sur la perspective de recettes futures de l'agent économique, donc sur son capital, pourquoi doit-il en passer par la banque ? Plutôt que de recourir à l'emprunt financier, l'agent débiteur n'aurait-il pas pu réaliser ses achats à crédit, puis solder ses comptes ultérieurement en vendant un bien ? Cela reviendrait pour lui à émettre sa propre dette comme moyen de paiement temporaire, or, dans l'anonymat qui caractérise les échanges marchands, cette dette

¹ Jean Cartelier, *La Monnaie*, Paris, Flammarion, 1996.

privée risque de ne pas être acceptée par des vendeurs qui ignorent tout de la situation financière de l'acheteur. La confiance qu'inspire la banque, institution collective, est supérieure à celle qu'inspire l'individu¹ : la créance sur la banque est la seule des deux à être acceptée comme moyen de paiement. D'autant plus que celle-ci s'inscrit dans un système de paiement intégré, régi par la Banque centrale dont le statut est supérieur aux banques dites de second rang. Le crédit bancaire est donc un rapport social hiérarchique, très éloigné d'un échange marchand entre égaux.

Ceci révèle d'ailleurs l'importance de prendre en compte, pour comprendre la monnaie aussi bien que la dette, tout le paysage institutionnel qui façonne ces rapports sociaux, et dont l'impact est déterminant sur les trajectoires macroéconomiques. Inversement, la monnaie et la dette ne doivent pas être négligées dans l'analyse institutionnelle de l'économie. Comme nous l'avons déjà dit, le rapport d'endettement est rarement mis au centre des recherches régulationnistes, mais l'analyse du rôle de ses différentes formes institutionnelles est essentielle pour rendre compte des structures économiques et de leurs crises. Comme le souligne Pierre Dockès², l'étude empirique du capitalisme en longue durée révèle que la dette publique a toujours joué un rôle majeur dans son développement historique (l'existence ou l'absence d'une Banque centrale venant en soutien au financement de l'Etat a par exemple eu une grande influence sur les différences de trajectoires entre l'Angleterre et la France au XVIII^e siècle), la dette privée étant pour sa part toujours au centre des cycles et des crises du capitalisme (jusqu'à l'époque contemporaine avec la crise des *subprimes*).

Il nous reste une dernière forme du rapport d'endettement à analyser, qui est du reste au cœur des crises contemporaines : la dette comme titre financier s'échangeant sur des marchés de liquidités. Une obligation d'entreprise, un bon du Trésor ou encore un crédit hypothécaire titrisé constituent des formes particulière de rapport d'endettement dans lequel le créancier n'est plus lié au débiteur jusqu'au terme du

¹ Jean Cartelier, *ibid.*, p. 14. « L'intérêt de cette opération pour l'individu [...] est la suivante : il disposera maintenant d'une reconnaissance de dette portant la signature de la banque (dépôt circulant par chèques) acceptée par tous au lieu de sa signature individuelle non reconnue sur le marché. »

² Pierre Dockès, « Le capitalisme peut-il survivre? Retour eschatologique ou rupture systémique? », intervention au Cercle d'Epistémologie économique (CES, Université Panthéon-Sorbonne) du 28 novembre 2018, pour présenter de son livre *Le capitalisme et ses rythmes, quatre siècles en perspective*, Paris, Garnier, 2017 et 2019.

contrat mais devient substituable. En effet, si un contrat d'endettement se caractérise par ce que les juristes nomment *l'intuitu personae* (le fait d'être établi *en fonction de la personne*), cela ne s'applique qu'à l'une des parties dans le cas de titres financiers : le débiteur. Cela ouvre donc la possibilité de faire de la dette un actif cessible, changeant de main parfois à chaque seconde sur les marchés financiers.

Un nouveau rapport social émerge ainsi par la combinaison du rapport d'endettement et du rapport d'échange. Il s'agit d'achat et de vente d'actifs financiers (les créances), mais ces relations d'achat/vente n'ont rien à voir avec l'échange marchand classique, puisque les acheteurs ne visent pas l'acquisition d'un bien de consommation ou d'équipement, mais le placement d'une épargne dans un actif plus ou moins rémunérateur, risqué, et liquide. L'échange se fait donc entre monnaie et capital (c'est-à-dire espérance de flux de revenus futurs). On peut donc définir la dette titrisée comme une forme liquide du capital : c'est le rapport capitaliste classique par lequel l'argent produit de l'argent, mais sous une forme liquide, puisque les actifs sont des titres cessibles¹ – ce qui ouvre à leurs détenteurs la perspective d'un profit réalisé non par le rendement du titre, mais par la hausse de son cours.

La logique à l'œuvre dans le prêt financier ou le crédit bancaire, notamment la préoccupation constante de la solvabilité du débiteur, peut s'assouplir une fois la créance titrisée : devenue liquide, la dette n'est plus que le sous-jacent sur lequel se fonde tout un édifice spéculatif dont la logique propre peut s'autonomiser presque complètement de celle de la dette. Plus le titre est liquide, plus il est fréquemment échangé, plus son propriétaire à un instant t devient indifférent à la solvabilité future du débiteur : il n'a pas à s'en préoccuper puisqu'il compte se défaire du titre très rapidement. Les marchés financiers constituent donc une sphère de circulation

¹ La dette titrisée n'est bien sûr qu'une forme particulière de titre financier, notion très large qui renvoie à diverses formes de contrats cessibles : l'actif constituant un titre peut aussi être une action d'entreprise, une option d'achat ou de vente de titre, un titre de fond indicial reproduisant les performances boursières d'un panier de valeurs, ou encore un produit d'assurance ou tout produit dérivé plus ou moins complexe, puisque tous ces instruments financiers peuvent être combinés de mille manières.

monétaire autonome, autoréférentielle, de plus en plus décorrélée de l'économie marchande et de la production industrielle¹.

La forme financière du rapport d'endettement introduit une spécificité supplémentaire. Si un contrat de prêt financier ou de crédit bancaire déjà signé ne peut être renégocié par le nouveau créancier à la faveur de sa titrisation, la simple perspective de la revente future du titre de dette incite le créancier à prendre en compte l'opinion du marché au moment même où il accorde un prêt au débiteur, de sorte que tout emprunteur potentiel doit se soumettre aux exigences des marchés financiers. L'intégration croissante de ceux-ci à l'échelle mondiale favorise la mise en concurrence internationale des demandeurs de fonds qui doivent se conformer aux conventions financières désormais mondiales. Ainsi, les Etats, qui sont, comme les entreprises, évalués par les agences de notation, ne peuvent faire financer leurs déficits par les marchés qu'à condition de déployer des mesures néolibérales, qui sont interprétées par nombre d'acteurs et d'observateurs (au premier rang desquelles les agences de notation²) comme autant de signaux positifs adressés aux marchés financiers. Les marchés eux-mêmes ont, comme les agences de notation, des opinions politiques, qui se traduisent concrètement par l'évolution des taux exigés sur les dettes souveraines³, et qui s'imposent bien souvent par ce biais aux Etats.

¹ D'autant plus avec le développement des produits dérivés, qui représentent aujourd'hui une masse d'actifs phénoménale (huit à dix fois le PIB mondial), dont seulement 7 à 8 % servent à couvrir un risque pour un industriel (Jean-Michel Naulot, *Eviter l'effondrement*, Paris, Seuil, 2017).

² On pourrait multiplier les exemples prouvant que les agences de notation ont des préférences politiques – qui ne sont pas forcément celles des peuples – ; contentons-nous de mentionner un cas très explicite : le moment où l'agence Fitch Ratings félicite le gouvernement Macron d'avoir fait passer la réforme du travail par ordonnances durant l'été 2017 : « Le projet du gouvernement de légiférer par ordonnances présidentiels évite un long processus législatif parlementaire [...] Le moment choisi pour le processus sera propice, avec la période estivale relativement calme. » Ratings Maria Malas-Mroueh, Marina Stefani et Paul Gamble (Fitch Ratings), « Fitch Affirms France at 'AA'; Outlook Stable », Londres, 28 juillet 2017, <https://www.fitchratings.com/site/pr/1027185>, consulté le 10/09/2018.

³ On observe par exemple lors de l'élection présidentielle française de 2017 un « effet Le Pen » puis un « effet Mélenchon » sur les marchés financiers. Cette inquiétude des marchés se traduit très concrètement par l'augmentation du *spread*, c'est-à-dire de l'écart de taux, entre les obligations du Trésor français et allemand. Source : Isabelle Couet, « Dette française : les marchés financiers intègrent un risque "Marine Le Pen" », *Les Echos*, 27/01/2017, https://www.lesechos.fr/27/01/2017/LesEchos/22371-119-ECH_dette-francaise---les-marches-financiers-integrent-un-risque---marine-le-pen-.htm (consulté le 13/09/2018) et Etienne Goetz, « Le "risque Mélenchon" fait son apparition sur les marchés financiers », *Les Echos*, 10/04/17, https://www.lesechos.fr/10/04/2017/lesechos.fr/0211959745394_le--risque-melenchon--fait-son-apparition-sur-les-marches-financiers.htm (consulté le 13/09/2018).

Ainsi, il n'est pas indifférent pour le débiteur que le rapport d'endettement dans lequel il se trouve pris soit encadré dans un rapport financier, c'est-à-dire que ses dettes soient cessibles sur des marchés de liquidité : même s'il n'est pas lui-même un membre actif de ces marchés, il subit leur loi. Il ne fait plus face à un créancier identifié, susceptible d'accepter des aménagements de sa dette en cas de difficultés. Le « monde de la finance » est pour les Etats, comme pour tout débiteur dont la dette s'échange sur les marchés, cet « adversaire » qui « n'a pas de nom, pas de visage, pas de parti, [qui] ne présentera jamais sa candidature, [qui] ne sera jamais élu et pourtant [qui] gouverne », ainsi que le formulait le candidat Hollande dans son discours du Bourget en 2012. C'est un créancier redoutable, parce que ses jugements quant à la solvabilité de ses débiteurs sont performatifs : si la défiance gagne le marché à l'encontre d'un Etat, chaque acteur spéculera contre lui, de sorte que le taux auquel il pourra se financer sera soudain prohibitif, sans raison, ce qui l'empêchera de fait de rembourser ses dettes. Même si les problèmes liés à la financiarisation de l'économie ne sont pas l'objet premier de notre recherche, nous verrons qu'ils sont étroitement liés.

Conclusion : monnaie et dette, deux rapports sociaux conceptuellement distincts mais historiquement encadrés

Monnaie et dette apparaissent comme deux rapports sociaux conceptuellement distincts, qui peuvent être pensés indépendamment l'un de l'autre, même si la monnaie circule notamment (mais pas exclusivement) dans des rapports d'endettement, à l'occasion des prêts ou du paiement des dettes. La monnaie est l'institution qui polarise le désir mimétique dans l'ordre de la valeur marchande ; elle est à la fois le langage commun qui fonde cet ordre et l'ensemble des unités en circulation dont la capture assure aux agents un pouvoir d'achat reconnu par l'ensemble de la communauté. La dette est l'obligation de rendre née d'une vente à crédit ou du prêt d'argent : en suspendant la réciprocité constitutive de l'ordre marchand, elle rompt l'égalité de statut entre les agents, introduisant une logique hiérarchique mais de manière provisoire et non statutaire. A mi-chemin entre l'égalité de l'échange marchand et de la subordination du rapport salarial, elle constitue donc un rapport de dépendance potentiellement agonistique.

Si la confiance (et symétriquement la violence) joue un rôle déterminant dans ces deux rapports sociaux, c'est dans des formes très différentes, car la monnaie est un rapport social communautaire, reposant sur la confiance collective, et la dette un rapport social bilatéral, reposant sur la confiance interindividuelle. Comme nous l'avions évoqué à la fin de la section sur la monnaie, Georg Simmel assimile la monnaie à une créance sur la société¹, mais d'une manière qui nous semble largement métaphorique. Certes, la société dans son ensemble reconnaît la monnaie comme porteuse d'un pouvoir d'achat, ce qui peut s'interpréter comme l'engagement implicite du collectif à fournir des marchandises en contrepartie, faisant de la monnaie une forme de promesse toujours incertaine, où la confiance joue un rôle décisif comme dans toute créance. Toutefois, comme l'auteur le reconnaît lui-même, il s'agirait d'une créance sans débiteur prédéfini, sans terme fixé d'avance, et sans intérêts... ce qui nous éloigne considérablement du rapport bilatéral d'endettement au sens strict. Un commerçant qui offre un bien contre de la monnaie n'a d'ailleurs pas le sentiment de payer une dette, de se soumettre à une obligation de remboursement : c'est le désir d'argent qui le motive à céder son bien en toute liberté, et non la nécessité de se libérer d'une dette. En termes spinozistes, l'acte de vente ne saurait se confondre avec le remboursement d'une créance car c'est un affect joyeux (l'accès à la monnaie) et non la libération d'un affect triste (le fardeau de la dette) qui le détermine.

La monnaie n'est donc pas à nos yeux une forme de dette. Nous devons néanmoins constater que, sous sa forme actuelle, la monnaie ne peut pas exister sans la dette puisqu'elle est mise en circulation par le crédit bancaire et la monétisation par les banques de l'achat des créances, comme on l'a dit. Il faut bien, à ce propos, parler d'encastrement de la monnaie dans la dette. Ce fait étonnant, au regard de l'indépendance logique du concept de monnaie et de celui de dette tels que nous les avons construits, est à prendre très au sérieux : si, demain, toutes les dettes de l'économie étaient remboursées, l'ensemble de la masse monétaire en circulation disparaîtrait – et, avec elle, la possibilité même des échanges marchands et de tous les

¹ Georg Simmel, *Philosophie de l'argent*, *op. cit.*, Chapitre II, p. 194 à 199. Voir l'analyse qu'en fait André Orléan dans *L'Empire de la valeur*, *op. cit.*, Chapitre V « Un cadre unidisciplinaire pour penser la valeur », section « Simmel et la confiance », p. 213 à 219.

rappports sociaux reposant sur des paiements (salarial, impôt, etc.), soit la disparition instantanée du capitalisme et de l'Etat.

La croyance dans la valeur de la monnaie est un mécanisme performatif dès lors qu'il est collectif : la monnaie n'est rien d'autre que ce que la société dans son ensemble perçoit comme tel. Mais le rapport d'endettement intervient dans les médiations institutionnelles qui construisent cette confiance, donc sur lesquelles reposent l'existence et la pérennité de la monnaie. A quel niveau exactement la confiance bilatérale propre au rapport d'endettement intervient-elle dans la confiance collective constitutive du rapport monétaire ? Dans *La Monnaie souveraine*, les auteurs distinguent trois niveaux de confiance dans l'institution monétaire : méthodique, hiérarchique et éthique. C'est dans le deuxième niveau qu'intervient la dette. Détaillons cette analyse.

La confiance méthodique est la plus évidente: il s'agit simplement de la croyance dans la permanence de la monnaie née de la répétition quotidienne, routinière, des transactions monétaires concrètes, ce que les auteurs qualifient de « savoir inductif ». Cette forme de confiance (*confidence*, diraient les anglo-saxons) dans la monnaie comme institution stable à laquelle chacun peut se fier suppose en fait une forme plus exigeante de confiance concernant le système des paiements dans toute sa complexité. C'est ce que les auteurs proposent d'appeler la confiance hiérarchique, parce qu'elle suppose une autorité, c'est-à-dire un rapport de subordination perçu comme légitime envers une institution souveraine (au sens large : ce peut être un Etat, ou aussi bien une Banque centrale, ou, dans les sociétés prémodernes, une autorité religieuse). Cette autorité souveraine édicte les règles d'usage de la monnaie et les sanctions en cas de violation de ces règles, et garantit les instruments de paiement et les créances : elle a donc un rôle de protection des coéchangistes, et en ce sens est implicitement présente dans chaque échange (explicitement en cas de conflit). Ainsi, dans nos sociétés, l'essentiel des transactions utilisent un instrument de paiement bancaire (carte bleue, chèque, virement, prélèvement, etc.), et s'appuient donc non seulement sur la confiance méthodique entre les coéchangistes, mais aussi sur la confiance hiérarchique envers la banque qui fournit l'instrument de paiement, donc indirectement envers

l'ensemble du système bancaire, dominé par la Banque centrale. Cette institution a en effet une fonction essentielle : elle contrôle les banques commerciales, émet la monnaie des règlements interbancaires, joue le rôle de prêteur en dernier ressort, mène les politiques monétaires. Chaque transaction quotidienne repose donc ultimement sur la confiance hiérarchique dans l'institution d'émission qui est supposée réagir efficacement (notamment en cas de choc), donc sur la crédibilité de la Banque centrale (*credibility* pour les anglo-saxons) qui est un des enjeux pris en compte dans la définition des politiques monétaires. Cette confiance hiérarchique n'est jamais acquise définitivement, et sa remise en cause peut faire s'effondrer l'ensemble du système monétaire.

Mais la confiance hiérarchique s'appuie elle-même sur un niveau plus fondamental encore de confiance collective, qui assure la cohésion sociale : la confiance éthique, c'est-à-dire l'adhésion aux valeurs fondamentales de la société (ce que les anglo-saxons désigneraient par le terme *trust*). La confiance éthique dans la monnaie correspondait dans les sociétés archaïques à l'adhésion à un ordre social traditionnel, holiste, dans lequel s'inscrit la monnaie, ordre qu'elle suppose et donc qu'elle symbolise. Dans les sociétés modernes, elle exprime au contraire, selon Michel Aglietta, l'adhésion à un ordre social libéral, individualiste, où les valeurs et les institutions sont subordonnées à la figure de l'individu, de plus en plus assimilé à l'agent rationnel optimisant sa satisfaction. La confiance unanime dans la monnaie vaut confiance dans l'ordre marchand tout entier, dans la sécurité des contrats et des créances, dans le fonctionnement du marché, et ultimement dans la figure de l'individu, c'est-à-dire dans la liberté et l'égalité de statut que suppose l'échange marchand et qui sont au fondement de tout l'ordre social des sociétés démocratiques modernes¹. Selon les termes des auteurs de *La Monnaie souveraine*, la confiance éthique « suppose la supériorité en valeur de la personne humaine sur tout autre élément social » (*op. cit.*,

¹ Cette interprétation libérale-égalitaire de la confiance éthique dans les sociétés actuelles est cependant discutable : se fondant sur l'étude des systèmes familiaux, Emmanuel Todd analyse par exemple la zone euro comme fondée sur des valeurs d'autorité et d'inégalité, produisant une monnaie qui n'est pas au service de l'économie, mais au contraire que l'économie doit servir, quel qu'en soit le coût social et au mépris des choix démocratiques des peuples. Emmanuel Todd, *Où en sommes-nous ? Une esquisse de l'Histoire humaine*, Paris, Seuil, 2017, p. 177 à 179 et 437 à 440. Voir aussi *L'illusion économique*, Paris, Gallimard, 2005, p. 210 à 213.

p. 26). Dès lors, les politiques monétaires menées par la Banque centrale privilégieront la stabilité des prix, donc des contrats, des créances et des dettes, des patrimoines individuels, plutôt que des objectifs collectifs comme la croissance ou l'emploi.

Si le lien entre monnaie et dette peut exister au niveau de la confiance éthique (dans l'idée que l'obligation de rembourser ses dettes devrait primer pour un Etat sur tout objectif politique, macro-économique ou social), c'est essentiellement la confiance hiérarchique qui est concernée : les instruments monétaires concrets constituant pour l'essentiel des créances sur les banques (les dépôts à vue), banques qui elles-mêmes assurent la cohérence du système des paiements par leurs emprunts auprès de la Banque centrale, la confiance dans la monnaie passe par la confiance dans l'ensemble du système bancaire, ce réseau structuré de dettes qui fait exister la monnaie sous forme scripturale dans ses livres de comptabilité. Les banques ne se contentent pas de gérer les moyens de paiement de tous les agents économiques : ce sont elles qui créent la monnaie, et la mettent en circulation – non pas gratuitement, bien sûr, mais sous forme de prêts. L'argent est créé par un jeu d'écriture à l'occasion de l'octroi des crédits ou de l'achat des créances par les banques, selon des processus comptables qui reviennent à un échange réciproque de créances entre la banque et l'emprunteur, ce que l'on peut appeler « l'argent-dette ». S'il y a encastrement du rapport monétaire dans le rapport d'endettement, ce n'est pas tant parce que la monnaie est une forme de dette (quoi que ce point soit discutable), mais parce qu'elle est créée par la dette. Dès lors, elle doit toujours, ultimement, être remboursée à son émetteur (la banque), dans un processus qui la détruit (loi du reflux). Ainsi, chaque unité monétaire en circulation est d'abord créée en étant empruntée auprès d'une banque, puis transférée de main en main, ou plutôt de compte en compte, au cours de diverses relations monétaires (opérations d'achat, mais aussi paiement de salaires, d'impôts, etc.) entre un nombre indéfini d'agents, avant d'être finalement remboursée et détruite.

Dans un tel mode d'émission, la confiance communautaire dans la monnaie est médiatisée par la confiance bilatérale dans les dettes qui la font exister. Cet encastrement de l'institution monétaire dans le rapport d'endettement équivaut donc à une fragilisation de la monnaie, dont l'existence même dépend de la solvabilité des

banques. Cela explique que leur sauvetage soit un impératif absolu pour les Etats en période de défiance : c'est d'ailleurs un enjeu essentiel des politiques monétaires menées depuis la crise de 2008 comme on le verra dans la suite de la thèse. De plus, si l'existence de la monnaie dépend de la solvabilité du système bancaire, cette dernière dépend transitivement de la solvabilité de ses débiteurs, à qui échoit ultimement le « fardeau de la dette » nécessaire à la création monétaire. Les agents économiques doivent s'endetter toujours davantage pour permettre l'accroissement de la masse monétaire au fil de la croissance, or leur contrainte de solvabilité s'avère toujours plus difficile à surmonter au fil du temps. C'est l'un des problèmes majeurs posés par l'endogénéité de la monnaie et que nous approfondirons dans les prochains chapitres.

Annexe 1 – Approche empirique de la dette publique comme rapport social agonistique

Nous avons insisté sur la différence entre l'inégalité provisoire instaurée par la dette et l'inégalité permanente caractérisant la hiérarchie, mais cela ne doit pas occulter le fait que, bien que provisoire dans le premier cas, l'inégalité demeure consubstantielle à la dette. Il nous faut à présent mettre en relief la dimension intrinsèquement agonistique du rapport d'endettement, qui est bien un rapport de dépendance. Nous adopterons dans cette annexe une approche plus empirique, centrée sur la crise des dettes souveraines européennes. L'objectif est d'une part de valider la portée heuristique de notre conception de la dette, élaborée jusqu'ici de manière assez théorique, et d'autre part d'étayer notre élaboration conceptuelle par la prise en compte de toute la complexité sociale et institutionnelle du rapport d'endettement tel qu'il se déploie concrètement à notre époque. Afin de comprendre comment se construisent les rapports de force dans chaque configuration particulière, nous insisterons moins sur les chiffres bien connus des ratios d'endettement que sur les modalités pratiques des mesures adoptées par les créanciers ou les débiteurs dans quelques épisodes spécifiques de la période historique qui nous intéresse – ce qui implique une attention aux reconfigurations du rapport de force qui se jouent dans des séquences événementielles parfois denses, et pour l'étude desquelles nous nous fonderons pour l'essentiel sur une revue de presse. Nous mettrons notamment l'accent sur des mécanismes institutionnels particuliers comme le cantonnement d'un pays débiteur au guichet de refinancement d'urgence de la Banque centrale, ou sur les marges de sédition que certains débiteurs parviennent à dégager en pratique.

I/ Tragédie grecque : dévoilement de la violence du rapport d'endettement

La crise est toujours un moment de dévoilement privilégié des mécanismes sociaux souvent inaperçus en régime, en particulier dans leur dimension agonistique : l'étude de la crise grecque (dont nous restituons brièvement la chronologie dans

l'encadré ci-dessous¹) nous permettra d'éclairer différentes facettes du rapport d'endettement comme rapport de dépendance – concept qui permet de saisir pleinement la violence sociale à l'œuvre dans cette séquence historique, et qui échappe à une approche de type néoclassique des phénomènes économiques.

Résumé de la crise grecque

En 2001, la Grèce est admise dans la zone euro alors même qu'elle ne respecte pas le critère d'endettement public inférieur 60 % du PIB (il est de 103 %) et ment sur le critère du déficit inférieur à 3 % (il est annoncé à 1,8 %, mais s'élève en fait à 3,7 % comme le révélera en 2004 le ministre de l'Economie et des Finances Géorgios Alogoskoufīs). La crise de 2008 fait entrer la Grèce dans six années de croissance négative (avec un pic à - 9 % en 2011 selon Eurostat). En 2009, le Premier Ministre George Papandréou annonce que les comptes publics ont continué d'être falsifiés depuis 2004. Le taux d'emprunt de la Grèce, jusque-là favorable grâce à sa participation à la monnaie unique (ce qui a favorisé l'endettement), augmente, tandis que l'Etat peine à lever des recettes fiscales dans une économie où le secteur informel pèse un quart du PIB et où la fraude fiscale est massive. La dette publique est alors de 300,9 milliards d'euros, soit 126,7 % du PIB selon Eurostat. Un premier plan de rigueur est lancé fin 2009, amorçant les privatisations, les augmentations d'impôts et la baisse des dépenses publiques et sociales (notamment des salaires des fonctionnaires et des pensions de retraites qui chutent de 10 %), mais cela ne suffit pas à enrayer la hausse des taux d'emprunt sur les marchés financiers : dès 2010, la note de la signature grecque atteint BB+, ce qui la range dans la catégorie spéculative. Un premier plan d'aide international est mis en place en mai 2010 : un prêt de 110 milliards d'euros sur trois ans (80 milliards pour la zone euro, 30 milliards pour le FMI). Les mesures d'austérité qui l'accompagnent ne règlent pas le problème : dès juillet 2011, un deuxième plan d'aide doit être mis en

¹ Pour plus d'informations, on pourra notamment se référer aux articles de l'OFCE, par exemple Christophe Blot, Jérôme Creel et Xavier Timbeau, « L'austérité maniaco-dépressive, parlons-en ! », *Blog de l'OFCE*, 2014, vol. 5, qui insiste sur l'impact récessif des politiques austéritaires menées en Grèce du fait d'un multiplicateur budgétaire bien supérieur à 2 en temps de crise, tout comme Sébastien Villemot, « Pourquoi la Grèce ne parvient-elle pas à se désendetter ? », *Blog de l'OFCE*, 23 février 2016.

place, pour un montant de 237 milliards d'euros (incluant l'annulation de la moitié de la dette détenue par des créanciers privés).

Après neuf plans d'austérité adoptés entre 2009 et 2015, le ratio d'endettement public atteint des sommets, passant de 126,7 % du PIB à 175,9 % selon Eurostat, car le PIB a chuté de plus de 25 % (de 237,5 milliards d'euros en 2009 à 177,3 en 2015). Les impôts directs sur la population ont progressé en moyenne de 53 % alors que les revenus des ménages ont chuté de 20 à 30 %. La contestation sociale grandit, et le parti de gauche radicale Syriza remporte les élections législatives de janvier 2015 sur un programme de négociation avec les créanciers pour arrêter l'austérité et restructurer la dette. Fin juin 2015, après cinq mois de discussions infructueuses, la Grèce est officiellement le premier pays européen à faire défaut de paiement auprès du FMI, lequel enregistre alors le plus grand défaut de son histoire (1,6 milliards d'euros). Le gouvernement ferme les banques, instaure un contrôle des capitaux, et soumet les exigences des créanciers à un référendum le 5 juillet : la population les rejette à 61,31 %. Par peur d'une sortie de l'euro, le Premier Ministre Alexis Tsípras accepte finalement les mesures d'austérité, en contrepartie d'un troisième plan d'aide de 80 milliards sur trois ans, adopté le 13 juillet 2015. En 2018, le ratio d'endettement public a encore augmenté de cinq points, atteignant désormais 181,2 % du PIB (ce dernier ne s'élevant qu'à 184,7 milliards d'euros selon Eurostat, soit 78 % de sa valeur de 2009).

Comme les agents privés, les Etats peuvent faire face à la volonté des créanciers de s'accaparer leurs biens, et se voir contraints de les vendre pour rembourser leur dette. De telles privatisations forcées de biens publics illustrent la violence des rapports internationaux qui persiste en période de paix (quoi que sous des formes moins explicites qu'en période de guerre), et l'effet à grande échelle du rapport d'endettement, apte à reconfigurer les finalités de toute une économie domestique, entièrement réorientée vers le remboursement. La Grèce a vécu de plein fouet, et continue de vivre, cette violence prédatrice légitimée par la dette. Le premier accord de « sauvetage » faisant suite à sa crise des finances publiques prévoyait ainsi cinquante milliards d'euros de privatisation en contrepartie. L'Etat grec s'est retrouvé acculé, pour rembourser ses créanciers, au premier rang desquels l'Allemagne, à mettre en vente ses

infrastructures dans tous les domaines¹, rachetés par des groupes étrangers issus de divers pays. La pression exercée par les créanciers expose la Grèce au risque de devoir brader ses actifs à leur profit. De plus, dans la quasi-totalité des ventes aux enchères d'actifs publics, l'appel d'offres ne s'adresse qu'à un seul candidat (c'est le cas par exemple pour l'acquisition du Pirée par le chinois Cosco) : cette situation monopolistique permet à l'acheteur de dicter le prix de vente, mais aussi toute une série d'autres conditions.

Un exemple illustre ce rapport de force : la concession de quatorze aéroports grecs² par un consortium dominé par le groupe allemand Fraport (et incluant également un oligarque grec). Forte de sa position de créancière, la Troïka (Commission européenne, BCE, FMI) a d'abord refusé le dispositif de privatisation qui était celui de l'Etat grec jusqu'au début de 2013 : céder les trente-sept aéroports du pays en deux lots regroupant chacun des sites bénéficiaires et déficitaires, afin d'inciter le repreneur à investir dans le développement des aéroports mal desservis des îles les plus reculées. Les créanciers ont imposé à la Grèce de ne proposer dans le « paquet » à privatiser que les aéroports hautement profitables, et dont le trafic devrait fortement croître à l'avenir. L'acquéreur est de plus parvenu à s'exonérer du paiement des taxes foncières et locales, mais aussi du dédommagement des prestataires des quatorze sites (restaurateurs, commerçants et fournisseurs) dont il peut annuler unilatéralement les baux et contrats souscrits pour redistribuer leurs licences d'exploitation à de nouveaux partenaires, en laissant à l'Etat la charge de les dédommager, de même que pour l'indemnisation des employés licenciés... et des futures victimes d'accidents du travail (y compris lorsque la

¹ La curée concerne aussi bien les infrastructures de transport (vente du réseau ferré, cession de nombreux aéroports, vente de ports et marinas) que des réseaux de distribution d'eau, ainsi que des réseaux d'électricité et de gaz. Sont aussi mises en vente des terres en bord de mer ou encore des hôtels publics. Voir par exemple : Marie Viennot, « Privatisations en Grèce : et les perdants sont... », émission *La Bulle économique*, France Culture 09/09/2017, <https://www.franceculture.fr/emissions/la-bulle-economique/privatisations-en-grece-et-les-perdants-sont> (consulté le 21/09/2018) et Marie Viennot, « Privatisations en Grèce : un casse-tête chinois », émission *Culture éco*, France Culture, 12/01/2016, <https://www.franceculture.fr/emissions/le-billet-economique/privatisations-en-grece-un-casse-tete-chinois> (consulté le 21/09/2018).

² Niels Kadritzke, « Grande braderie en Grèce », *Le Monde diplomatique*, juillet 2016, page 6, <https://www.monde-diplomatique.fr/2016/07/KADRITZKE/55954> (consulté le 21/09/2018) ; Sol Trumbo Vila et Matthijs Peters, « The privatising industry in Europe », Transnational Institute, Amsterdam, février 2016, https://www.tni.org/files/publication-downloads/tni_privatising_industry_in_europe.pdf.

responsabilité de l'entreprise ne fait aucun doute) ! L'Etat devra aussi financer les expertises environnementales requises pour les travaux d'extension des aéroports et compenser tout retard dû à d'éventuelles découvertes archéologiques sur les chantiers.

Au-delà des transferts d'actifs, les plans de « sauvetage » ont permis aux créanciers de gagner des milliards par le versement d'intérêts. Comme le fait remarquer Thomas Piketty¹, la France ou l'Allemagne prétendent avoir aidé la Grèce, mais elles se sont en réalité contentées d'emprunter sur les marchés financiers, à des taux favorables (par exemple 1 %), des sommes qu'elles ont ensuite elles-mêmes re-prêtées à la Grèce² à un taux supérieur (5 %) quoiqu'inférieur au taux de marché de la dette souveraine grecque (de l'ordre de 10 %) en réalisant au passage une marge considérable : pour l'économiste, cette différence d'appréciation, de narratif, de manière de raconter l'histoire selon les pays, tient au fait que les dirigeants français ou allemands naturalisent le marché et ses jugements, le perçoivent comme un ordre naturel et juste, ce qui les autorise à concevoir leurs prêts très rentables comme un acte de générosité. De même, le programme SPM (*Security Market Program*) de la Banque centrale européenne (BCE) permettait aux Banques centrales nationales d'acheter des obligations d'Etat grecques génératrices d'intérêt – quoiqu'uniquement sur le marché secondaire, c'est-à-dire en permettant aux banques privées de prélever une commission au passage. La BCE (*via* les Banques centrales nationales) et le MES ont ainsi racheté 80 % de la dette grecque et en ont tiré un bénéfice : en 2018, la BCE a annoncé avoir gagné 7,8 milliards d'euros d'intérêts sur les sommes prêtées à la Grèce entre 2012 et 2016³.

Or les actionnaires de la BCE sont les Banques centrales nationales des Etats membres de l'Union européenne (y compris hors-zone euro), selon une clé de répartition fondée sur la part de chacun dans le PIB et la population de l'UE, de sorte qu'*in fine*, les bénéfices reviennent aux Etats membres – qui sont en outre susceptibles d'avoir eux-mêmes accordés des prêts bilatéraux à la Grèce. En France par exemple, le

¹ Dans l'émission télévisée « On n'est pas Couché » de Laurent Ruquier sur France 2 le 28 avril 2018.

² Dans le cas du premier programme de soutien du moins : dans les deux suivants, la France ou l'Allemagne se contentent d'apporter leurs garanties au Fonds européen de stabilité financière (FSESF) et des fonds propres au Mécanisme européen de stabilité (MES) qui se substituent à elles comme créanciers.

³ Michel Ruimy, « Ces milliards gagnés par l'Allemagne grâce à la crise grecque », *Atlantico*, 22/06/2018, <http://www.atlantico.fr/decryptage/ces-milliards-gagnes-allemande-grace-crise-grecque-michel-ruimy-3431486.html> (consulté le 21/09/2018).

Compte général de l'État 2013 mentionne des versements d'intérêts de la part de la Grèce pour un montant de 84 millions en 2010, 374 millions en 2011, 129 millions en 2012 et 108 millions en 2013 (les documents des années suivantes ne font plus mention de cette information). En réponse à une question du groupe parlementaire « les Verts » au Bundestag allemand sur les profits réalisés par leur pays grâce à ces prêts, le ministère des Finances a pour sa part montré qu'entre 2010 et 2017, les bénéfices liés aux intérêts de la dette se sont élevés pour l'Allemagne à un total de 2,9 milliards d'euros – transférés à la Bundesbank (Banque centrale allemande), avant de nourrir budget fédéral¹. Le SMP a généré 3,4 milliards d'euros de bénéfices, mais Berlin a transféré 527 millions d'euros au MES en 2013 et 387 millions d'euros en 2014, pour ne conserver qu'un bénéfice net de 2,5 milliards d'euros, auquel il faut cependant ajouter 393 millions d'euros d'intérêts perçus par la banque de développement allemande KfW pour le prêt de 15,2 milliards d'euros qu'elle avait accordée à Athènes en 2010. *In fine*, c'est donc un pays ruiné qui assure des milliards de transferts envers les pays les plus riches de la zone euro, *via* le versement d'intérêts. Là se dit la réalité du rapport d'endettement comme rapport de puissances, de composition ou plutôt de capture d'une puissance par une autre, en termes spinozistes : la puissance (monétaire) du débiteur est captée par celle du créancier, qui la fait travailler à agrandir la sienne.

Mais au-delà des prédatiions économiques, le rapport d'endettement subi par la Grèce est l'occasion d'une prise de pouvoir politique des créanciers sur le débiteur : l'imposition des plans d'austérité (pourtant rejetés par référendum pour certains) a été très vite vécu comme une perte de souveraineté du peuple grec, au profit de la « Troïka » des créanciers et, derrière ces appareils technocratiques, au profit du gouvernement allemand. La présence de six mille cinq cents policiers et membres des forces anti-émeute grecques dans le centre-ville d'Athènes, fermé à la circulation et aux piétons, lors de la visite de la chancelière allemande Angela Merkel le mardi 9 octobre

¹ « L'Allemagne a gagné 3 milliards d'euros grâce à la dette grecque », *Ouest France* et *Euractiv.fr*, 26/06/2018, <https://www.ouest-france.fr/europe/Allemagne/l-Allemagne-gagne-3-milliards-d-euros-grace-la-dette-grecque-5840479> (consulté le 21/09/2018). Voir aussi Jean-Christophe Catalon, « La crise grecque a rapporté plus de 1 milliard d'euros aux finances allemandes », *La Tribune*, 13/07/2017, <https://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/la-crise-grecque-a-rapporte-plus-de-1-milliard-d-euros-aux-finances-allemandes-743874.html> (consulté le 21/09/2018).

2012, révèle la violence du rapport d'endettement, d'ordinaire masquée par la comptabilité des technocrates bruxellois, et soudain dévoilée par un impressionnant dispositif de sécurité : barrages, patrouilles, canons à eau pour disperser les manifestants, fermeture des écoles du quartier de la place Syntagma, placement sous haute surveillance de l'aéroport, du front de mer, du Parlement et des palais gouvernementaux, mais aussi de l'ambassade d'Allemagne et des entreprises allemandes¹... rien n'est trop beau pour célébrer la paix entre les peuples offerte par la construction européenne !

II/ Le chantage au refinancement

La domination exercée par les créanciers acquiert une puissance paroxystique quand le rapport d'endettement prend la forme institutionnelle très spécifique du refinancement bancaire : quand le créancier d'un Etat est également l'institution d'émission de sa monnaie, alors la dimension agonistique du rapport d'endettement peut aller jusqu'à la mise à mort monétaire, comme ce fut le cas en Grèce en 2015. Ce point est par ailleurs crucial pour notre sujet puisque le lien entre monnaie et dette est ici particulièrement délétère – nous y reviendrons. Rappelons que pour se refinancer, les banques commerciales empruntent à la Banque centrale en déposant en dépôt en garantie des créances souveraines conventionnellement jugées faiblement risquées. Le risque de défaut de l'Etat grec étant trop important, sa dette n'était normalement pas éligible au refinancement selon les normes européennes mais une dérogation avait été mise en place. Or, suite à la victoire de Syriza aux élections législatives le 25 janvier 2015 et à la nomination d'Aléxis Tsípras comme Premier ministre, un communiqué de la BCE² annonce que les obligations souveraines grecques ne seront désormais plus

¹ « Grèce: mesures de sécurité maximales pour la visite de Merkel », *20 Minutes* avec AFP, 08/10/12 (mis à jour le 29/01/14), <https://www.20minutes.fr/monde/1018449-20121008-grece-mesures-securite-maximales-visite-merkel> (consulté le 20/09/2018).

² Le communiqué du 4 février 2015 énonce ainsi que le Conseil des gouverneurs « lève la dérogation actuelle aux exigences minimales en matière de notation de crédit pour les instruments négociables émis ou garantis par la République hellénique ». « La décision du Conseil des gouverneurs repose sur le fait qu'il n'est actuellement pas possible de supposer que l'examen du programme sera mené à bien et est conforme aux règles existantes de l'Eurosystème ». « Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations », <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150204.en.html>.

acceptées par le Système Européen des Banques Centrales pour refinancer les banques de second rang à partir du 11 février 2015. C'est évidemment la conséquence du changement de cap politique issu des législatives. Le communiqué précise que les banques grecques peuvent toujours avoir accès à des liquidités en euros auprès de la Banque centrale grecque, en présentant d'autres contreparties que la dette souveraine hellénique. Mais la BCE n'ignore pas qu'en pratique, les banques ne disposent pas de suffisamment d'autres titres présentables, et prévoit un guichet d'urgence : « les besoins de liquidité des contreparties de l'Eurosystème, pour les contreparties qui ne disposent pas de garanties alternatives suffisantes, peuvent être satisfaits par la Banque centrale nationale concernée, au moyen d'une assistance d'urgence en matière de liquidité (ELA) » (*Emergency Liquidity Assistance*).

Quelques mois plus tard survient l'échec des négociations entre le nouveau gouvernement et la Troïka à propos de la prolongation des programmes de refinancement de la dette grecque. Le samedi 27 juin à 1 heure du matin, Aléxis Tsípras annonce qu'un référendum approuvé par la majorité parlementaire invitera les citoyens grecs à se prononcer le 5 juillet 2015 sur les propositions faites par la Troïka. Dans son communiqué du dimanche 28 juin 2015¹, la BCE annonce le maintien du guichet ELA pour les banques grecques à son niveau du vendredi 26 juin 2015 sans toutefois en préciser l'échéance : « le Conseil des gouverneurs se tient prêt à réexaminer sa décision », laissant donc entrevoir la possibilité d'arrêter le programme si la Grèce n'acceptait pas le troisième plan de sauvetage le 30 juin 2015, ce qui aurait immédiatement plongé tout son système bancaire dans une crise d'illiquidité fatale, ou plus vraisemblablement, aurait forcé la Grèce à réarmer sa Banque nationale en fournissant à ses banques une liquidité qui n'aurait pas été admise au refinancement du Système Européen des Banques Centrales (ce qui aurait équivalu à une sortie de l'euro).

Il faut bien comprendre ce qui se joue dans cet instant de crise, et qui pourrait être caractérisé comme la menace d'une rupture abusive de crédit, dévoilement de la violence des rapports internationaux d'endettement médiatisée par des mesures

¹ « La liquidité d'urgence (Emergency liquidity assistance - ELA) accordée aux banques grecques est maintenue à son niveau actuel » (www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150628.fr.html).

techniques relatives au crédit bancaire. La Banque Centrale Européenne s'autorise ici à faire ce que les banques commerciales n'ont, elles, pas le droit de faire envers les entreprises. L'accès au crédit est à ce point vital pour une entreprise que son arrêt brutal, pouvant précipiter la ruine de celle-ci, est interdit par l'Etat. La violation des conditions légales minimales, notamment le respect d'un délai de soixante jours, est qualifiée par le droit français de rupture abusive de crédit¹, susceptible d'entraîner la responsabilité pécuniaire de l'établissement de crédit. Cette notion de « rupture abusive de crédit » révèle à elle seule toute la violence du rapport d'endettement, par lequel la banque tient entre ses mains le destin de ses débiteurs par le seul jeu des prêts de court terme assurant leur liquidité, même quand ceux-ci sont de grosses entreprises. Or un rapport similaire existe entre la Banque centrale et les banques commerciales : en coupant le refinancement d'urgence aux banques grecques, la BCE aurait pu les acculer à la faillite (et les aurait de fait contraintes à faire subir aux entreprises des ruptures abusives de crédit, transmettant la crise de liquidité à l'économie réelle). La BCE n'a fait que menacer la Grèce, mais le cantonnement de ses banques au guichet d'urgence suffit à créer une relative pénurie de liquidités : ce même dimanche 28 juin 2015, Alexis Tsípras annonce à la télévision la fermeture des banques et le contrôle des capitaux et adopte un décret dans ce sens dans la nuit².

Le mardi 30 juin, le plan d'aide de la Troïka s'est achevé sans qu'un nouvel accord lui succède, et Athènes, incapable de rembourser au FMI 1,5 milliards d'euros, fait défaut de paiement : la Grèce est le premier pays industrialisé à faire ainsi défaut au FMI, qui subit là son premier défaut depuis 2001 (Zimbabwe), et le gros défaut de son histoire³. Mais au-delà du problème de solvabilité de l'Etat, c'est véritablement la crise

¹ Le code monétaire et financier français prévoit, à l'article L313-12, que « tout concours à durée indéterminée, autre qu'occasionnel, qu'un établissement de crédit ou une société de financement consent à une entreprise, ne peut être réduit ou interrompu que sur notification écrite et à l'expiration d'un délai de préavis fixé lors de l'octroi du concours. Ce délai ne peut, sous peine de nullité de la rupture du concours, être inférieur à soixante jours. »

² Abla Jounaïdi et Charlotte Stiévenard, « La Grèce annonce la fermeture des banques et un contrôle des capitaux », RFI, 29/06/2015 (modifié le 08-08-2016), <http://www.rfi.fr/europe/20150629-grece-annonce-tsipras-fermeture-banques-contrôle-capitaux/> (consulté le 22/09/2018).

³ « Crise grecque : Athènes n'a pas remboursé le FMI », *Le Monde.fr* avec AFP, 01/07/2015, https://www.lemonde.fr/crise-de-l-euro/article/2015/07/01/crise-grecque-athenes-n-a-pas-rembourse-le-fmi_4665253_1656955.html (consulté le 22/09/2018).

de liquidité qui accule le gouvernement : le guichet ELA de la BCE est la seule source de liquidités du pays, et son niveau est insuffisant. La décision de la BCE de maintenir le financement d'urgence des banques grecques à un niveau restreint peut sembler légitime faute d'accord politique, car le risque d'une banqueroute de l'Etat conduirait les banques à la faillite, mais il faut mettre au jour, derrière les procédures juridiques, comptables et financières, la réalité du rapport de force politique qui se joue. C'est ce qu'analyse Frédéric Lordon :

« le simple fait d'avoir exclu les banques grecques des procédures ordinaires de refinancement pour les cantonner au guichet d'urgence de l'ELA n'avait d'autre propos que de leur faire sentir leur état de dépendance extrême, et de leur faire connaître le pouvoir discrétionnaire auprès duquel leur survie se renégocie quasi-quotidiennement – c'est-à-dire la possibilité qu'à tout moment le pouce s'abaisse. Comme toujours, c'est aux limites, et dans les situations de crise extrême, que les ordres institutionnels révèlent leur vérité. Ici toute la sophistication juridique de la construction européenne se ramène à un pouce levé ou bien baissé. »¹

Le journaliste économique Romaric Godin va dans le même sens, estimant que « la BCE fait campagne pour le "oui" » en violation de l'indépendance politique que prévoient ses statuts : après avoir rappelé que le président de la Bundesbank, Jens Weidmann, demandait pour sa part une coupure nette de l'ELA, le journaliste s'interroge sur la raison qui a poussé la BCE à maintenir le programme à un niveau insuffisant plutôt qu'à l'arrêter² :

« Si la BCE estime que le référendum apporte encore l'espoir d'un accord grâce à un "oui", elle aurait dû fournir aux banques grecques les liquidités suffisantes jusqu'au vote, pour ne pas l'influencer. Elle a préféré un jeu plus subtil qui lui permet, en réalité, de peser lourdement dans la campagne. En faveur du « oui »,

¹ Frédéric Lordon, *On achève bien les Grecs. Chroniques de l'euro 2015*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2015, p. 98-99.

² Romaric Godin, « Grèce : la BCE et la Commission changent la nature du référendum », *La Tribune*, 29/06/2015, <https://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/grece-la-bce-et-la-commission-changent-la-nature-du-referendum-488124.html> (consulté le 22/09/2018).

bien sûr. De ce point de vue, la BCE sort de son rôle purement monétaire et devient un acteur politique de l'affaire grecque. »

On comprend donc que le crédit bancaire, cette dette qui crée la monnaie (on y reviendra), est un instrument de chantage formidable aux mains de l'institution d'émission, gardienne de la liquidité ultime.

III/ La spécificité de la dette extérieure

Il convient de souligner la spécificité de la dette étrangère, forme institutionnelle très particulière du rapport d'endettement, qui accentue son aspect agonistique. Mais une dette extérieure peut aussi être plus fragile qu'une dette domestique parce que les intérêts des créanciers étrangers ne sont pas une priorité politique en interne : la facilité avec laquelle les bolcheviks ont répudié les emprunts russes et expropriés les capitalistes tient en partie au fait qu'ils touchaient essentiellement aux intérêts d'une classe capitaliste étrangère et non domestique dans une Russie alors largement financée par les capitaux extérieurs.

Par ailleurs, en se déployant à l'échelle internationale, le rapport d'endettement devient aussi un rapport géopolitique, comme en témoigne là encore l'exemple des emprunts russe. Le premier emprunt intervient à une époque où la France investit bien plus à l'étranger que les autres pays, notamment que l'Allemagne, pour des raisons liées à la structure du capitalisme français d'alors. C'est surtout, d'après Suzanne Berger, parce que l'Etat français favorise largement l'exode des capitaux, pour accroître sa puissance et rompre son isolement diplomatique en brisant l'alliance germano-russe. Cet exemple montre donc que le prêt financier est utilisé de longue date comme instrument de puissance géopolitique. Nous avons vu avec le cas grec que le rapport d'endettement permet de prendre le contrôle d'un pays en conditionnant son accès aux liquidités à l'application d'un certain programme politique, comme l'a fait la Troïka pendant la crise européenne des finances publiques ; et nous pourrions citer la diplomatie de la canonnière que les États créanciers opposaient au XIX^e et au début du XX^e siècle aux Etats débiteurs qui ne payaient pas leurs dettes financières, menace que l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Italie font par exemple peser sur le Venezuela par un

blocus naval entre décembre 1902 et février 1903¹. Mais le dette peut aussi servir le *soft power*, être un instrument de séduction diplomatique, comme l'ont été les emprunts russes, ou, plus tard, le plan Marshall américain, ou être utilisé comme instrument de chantage pour imposer d'autres vecteurs du *soft power* : c'est le cas de l'accord Blum-Byrnes de 1946, qui conditionne la liquidation de la dette française et l'octroi par les Etats-Unis de prêts et d'aides très avantageux à la fin des quotas qui limitaient depuis 1936 la diffusion des films hollywoodiens, donc de l'*american way of life*.

Ce type d'usage de la dette, ou plutôt du prêt ou de l'effacement de dette, comme instrument de domination politique et d'impérialisme culturel, ou simplement de séduction diplomatique et de *soft power*, n'ont pas disparu aujourd'hui. Les aides au développement accordés aux pays du Sud sont aujourd'hui un vecteur d'influence important des pays développés – et, maintenant, des pays émergents : la Chine annonce soixante milliards de dollars d'aide à cinquante-trois pays d'Afrique en septembre 2018, lors du septième forum triennal sur la coopération sino-africaine (Focac)², le Président Xi Jinping prenant d'ailleurs soin de préciser l'engagement de la Chine à ne pas s'immiscer dans la politique intérieure des Etats africains en contrepartie de son aide financière (principe des « cinq non »)³, condamnant en creux l'impérialisme occidental. La dimension géopolitique du rapport d'endettement est donc complexe, intégrant des aspects politiques, culturels et économiques. Selon les configurations, il peut être dans l'intérêt d'un Etat d'accorder des prêts très généreux à un autre pays, ou

¹ Conforme à la doctrine du « Big Stick » du Président américain Theodore Roosevelt qui infléchit la doctrine Monroe, cet usage de la force armée par des pays pour protéger leurs intérêts économiques à l'étranger se verra opposer la doctrine Drago (du nom du juriste et homme politique argentin Luis María Drago), élargissement de la doctrine Monroe au terme duquel aucun pouvoir étranger (y compris les États-Unis) ne devrait pouvoir utiliser la force contre les nations américaines afin de recouvrer des dettes publiques. Cette position s'inspire de la doctrine Calvo (du nom du diplomate et historien argentin Carlos Calvo) selon laquelle l'usage de la force pour recouvrer des dettes doit être interdit tant que l'on n'est pas passé par un arbitrage pacifique, solution adoptée par la seconde convention de La Haye de 1907.

² Sébastien Le Belzic, « La Chine s'appuie sur l'Afrique pour construire une muraille face aux pays occidentaux », *Le Monde Afrique*, 04/09/2018, https://www.lemonde.fr/afrique/article/2018/09/04/la-chine-s-appuie-sur-l-afrique-pour-construire-une-muraille-face-aux-pays-occidentaux_5350032_3212.html (consulté le 24/09/2018).

³ Frédéric Lemaître, « La grande opération de charme de la Chine envers l'Afrique continue », *Le Monde*, 05/09/2018, https://www.lemonde.fr/international/article/2018/09/05/la-grande-operation-de-charme-de-la-chine-envers-l-afrique-continue_5350365_3210.html (consulté le 24/09/2018).

au contraire d'utiliser la dette pour légitimer des prédatons violentes maquillées en remboursements.

IV/ Un rapport d'interdépendance qui permet la sédition

Il nous faut, pour finir et nuancer l'élaboration conceptuelle de la dette comme rapport social agonistique, préciser que si, dans l'affrontement de puissances qui se joue entre créancier et débiteur, la domination est clairement celle du premier sur le second, il existe cependant toujours la possibilité d'une sédition, pour reprendre un terme spinoziste. L'*imperium* du créancier, c'est-à-dire sa capacité à tenir sous sa norme la puissance du débiteur pour le faire travailler à son profit, n'est jamais parfaite et définitive. C'est un affect triste, la peur, qui tient le débiteur sous la loi de son créancier – la peur de ne plus accéder aux liquidités –, mais au-delà d'un certain seuil de tolérance, un affect marginal peut déterminer le débiteur à entrer en sédition contre son créancier, à lutter contre ce rapport de domination dont le poids se fait soudain ressentir comme pire que la situation d'illiquidité. L'équilibre de la balance affective du corps social est alors rompu, ce qui le pousse à la sédition. Nous allons nous arrêter sur cette possibilité de sédition, qui met en lumière une dimension importante du rapport d'endettement, à savoir qu'il s'agit d'un rapport d'interdépendance. C'est du reste ce que Keynes avait bien compris : « Vous devez dix mille livres, vous avez un problème avec votre banque, vous devez dix millions de livres, c'est la banque qui a un problème avec vous »¹.

On pourrait citer de nombreux cas de sédition : la Bolivie en 2000², l'Islande en 2008³, l'Irlande en 2010⁴ ... Le cas chypriote résume à lui seul différentes issues possibles

¹ Yann Moulier-Boutang, « La dette, la vie et la mauvaise économie. Éloge intempestif de la dette », *Multitudes*, vol. 48, n° 1, 2012, p. 149 à 157.

² Franck Poupeau, « La guerre de l'eau. Cochabamba, Bolivie, 1999-2001 », *Agone*, 2002, n° 26-27, p. 133 à 140. La privatisation de l'eau imposée en 2000 par la Banque Mondiale comme condition de l'un de ses prêts ("Major Cities Water and Sewerage Rehabilitation Project") a été la goutte d'eau qui fait déborder le vase, l'affect marginal renversant la balance affective et entamé le recul du pouvoir des créanciers.

³ L'État islandais, qui avait initialement accepté de rembourser aux créanciers britanniques et néerlandais, pour éviter une crise systémique, les dettes des grandes banques privées qui se déclaraient en faillite en 2008, a fini par les nationaliser à la suite d'une formidable sédition populaire, au contraire de ce qui s'est vu aux États-Unis, en Angleterre, en France, en Allemagne et ailleurs.

⁴ Romaric Godin, « Comment l'Irlande a liquidé son fardeau bancaire en une nuit », *La Tribune*, 07/02/2013, <https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20130207trib000747514/comment-l-irlande-a-liquide-son-fardeau-bancaire-en-une-nuit.html> (consulté le 22/09/2018). Depuis 2010, l'État irlandais devait rembourser chaque année en mars

du rapport d'endettement, de la pure spoliation des épargnants à la résistance du parlement en passant par la négociation avec les créanciers ou la soumission à leurs exigences. Dans ce paradis fiscal très apprécié des grosses fortunes russes (oligarques et mafieux) selon *Le Monde*¹, l'activité bancaire hypertrophiée était gangrenée par la corruption. A la suite des défauts de paiements partiels de la Grèce intervenus en 2011 et 2012, les grandes banques de Chypre risquent alors de faire faillite. Un plan de sauvetage du secteur financier est élaboré dans la nuit de vendredi 15 à samedi 16 mars 2013 pour apporter des sommes supérieures à la moitié du PIB chypriote, notamment en ponctionnant purement et simplement l'épargne des particuliers, à hauteur de 6,75 % de chaque dépôt jusqu'à cent mille euros et 9,9 % au-delà². Ce plan a toutefois été refusé par le parlement chypriote. Dans la nuit du 24 au 25 mars 2013 est adopté un second plan élaboré par la Troïka, qui garantit cette fois les dépôts de moins de cent mille euros pour préserver les petits épargnants³. Une sédition se met également en place au sujet du programme de privatisations. Le 28 février 2014, après une semaine de grèves et de manifestations, le parlement refuse de voter la privatisation des compagnies d'électricité et de télécommunications et des deux principaux ports du pays, entraînant le départ de quatre ministres et la démission du gouvernement⁴.

trois milliards d'euros à l'IRBC, structure de défaisance regroupant des banques nationalisées en 2009 et 2010, permettant à celle-ci de rembourser ses propres dettes à la BCE. Après avoir fait disparaître l'IRBC pendant la nuit, le gouvernement annonça dans l'après-midi avoir trouvé un accord avec la BCE : la reconnaissance de dettes du gouvernement envers l'IRBC était remplacée par le versement direct à la BCE d'une obligation d'Etat, « alors même que la BCE ne doit pas acheter directement des dettes émises par les Etats de la zone euro. Certes, ici, il s'agit d'une conversion d'une dette bancaire. Mais ceci a furieusement le goût d'un renflouement direct. » Romaric Godin conclut : « pour la première fois depuis le début de la crise, un pays a fait céder ses créanciers et la BCE dans un mouvement rapide et inédit. »

¹ Les Russes détiennent environ 30 milliards d'euros de dépôts dans les banques chypriotes selon Moody's, et sont débiteurs, selon Morgan Stanley, pour environ 50 milliards d'euros. Source : Denis Dupré, « Le sauvetage des banques chypriotes a épargné les mafias, mais pas les contribuables », *Le Monde Economie*, 15/04/2013, https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/04/15/le-sauvetage-des-banques-chypriotes-a-epargne-les-mafias-mais-pas-les-contribuables_3159888_3234.html (consulté le 23/09/2018).

² Anne Bauer, « La zone euro veut sauver Chypre avec la participation des déposants bancaires », *Les Échos*, 18/03/2013, https://www.lesechos.fr/18/03/2013/LesEchos/21398-023-ECH_la-zone-euro-veut-sauver-chypre-avec-la-participation-des-deposants-bancaires.htm (consulté le 23/09/2018).

³ « Bank of Cyprus confirme une taxe sur les gros déposants », *Les Échos avec Reuters*, 30 mars 2013, https://www.lesechos.fr/30/03/2013/lesechos.fr/0202675213932_bank-of-cyprus-confirme-une-taxe-sur-les-gros-deposants.htm (consulté le 23/09/2018).

⁴ Alexia Kefalas, « Crise politique à Chypre, au bord de la faillite », *Le Figaro Economie*, 28/02/2014, <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2014/02/28/20002-20140228ARTFIG00145-crise-politique-a-chypre-au-bord-de-la-faillite.php> (consulté le 23/09/2018).

Mais la capacité de résistance du parlement chypriote à ses créanciers a ses limites. Le 18 avril 2015, il adopte une loi antisociale exigée par la Troïka en vue de réduire la masse de créances douteuses dans les bilans bancaires encore très fragiles¹. La loi, qui facilite l'expulsion de propriétaires insolvable et la revente de leurs biens, a été obtenue par chantage financier : la Troïka avait suspendu les fonds du plan d'aide dans l'attente du vote, et le porte-parole de la Banque centrale chypriote indiquait le jour même que faute d'accord avec les créanciers, la BCE pourrait lever la dérogation qui permettait jusque-là aux banques chypriotes de présenter la dette souveraine de Nicosie comme collatéral pour le refinancement auprès de la Banque centrale malgré sa notation insuffisante (sous la catégorie d'investissement) par les agences – soit exactement ce que la BCE avait infligé à la Grèce le 4 février, la cantonnant au guichet de refinancement d'urgence ELA. Chypre a cédé aux exigences de la Troïka, parvenant tout de même à négocier l'adoption de deux amendements protégeant les petits propriétaires. La soumission à ses créanciers, signal favorable envoyé aux marchés, s'inscrivait pour Chypre dans son objectif de sortir rapidement du programme d'aide où elle n'a puisé que six milliards d'euros sur les dix milliards offerts, et de revenir sur les marchés financiers grâce au soutien du QE et à la garantie implicite de rachat illimité en cas de crise de sa dette souveraine (le programme OMT annoncé en septembre 2012 par Mario Draghi, nouveau Président de la BCE). Comme tout pays confronté à la Troïka, Chypre cherchait avant tout à échapper à ses « sauveurs ».

Ainsi, pour un débiteur qui fait sédition, plusieurs voies sont possibles, de la non-application (partielle ou totale, ou application différée) des mesures imposées par le créancier, comme nous venons de le voir, jusqu'à différentes formes de défauts de paiement (défaut unilatéral ou renégociation du montant, du taux ou du terme). Le 27 juin 2013, le ministère des Finances chypriote a par exemple proposé aux porteurs chypriotes d'obligations souveraines dont la maturité était comprise entre 2013 et le premier trimestre 2016 (ce qui représente un volume d'un milliard d'euros) de les

¹ Romaric Godin, « Chypre cède à la troïka pour bénéficier du QE », *La Tribune*, 21/04/2015, <https://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/chypre-cede-a-la-troika-pour-beneficier-du-qe-470653.html> (consulté le 23/09/2018).

échanger contre des titres portant la maturité de cinq à dix ans au même taux¹ – une initiative soutenue par la Commission européenne et le FMI². Allonger le terme sans augmenter le taux revient bien sûr à une forme de défaut partiel déguisé, mais celui-ci peut être consenti par les créanciers qui sans cela risqueraient de tout perdre.

Cet exemple illustre un aspect important du rapport d'endettement : s'il constitue une forme de domination du créancier sur le débiteur, la dépendance est réciproque. Certes, le débiteur qui fait défaut s'expose à ne plus pouvoir recourir à l'emprunt financier à l'avenir (et éventuellement à subir des sanctions légales, comme la saisie de ses biens pour un particulier), mais son créancier n'a pas non plus intérêt à entériner le défaut de paiement, car si le débiteur ne lui rembourse rien, il aura purement et simplement perdu son capital : le créancier n'est riche que de promesses du débiteur, et peut donc être intéressé à ce que celui-ci puisse les tenir – quitte à lui prêter d'autant plus qu'il semble insolvable. C'est ce paradoxe qui s'est produit dans la France de la Belle Epoque à propos des emprunts russes selon Suzanne Berger³. La crise de 1904-1906 révèle la très grande fragilité du régime tsariste, qui essuie la première défaite de l'homme blanc face à un pays asiatique lors de la guerre russo-nipponne et fait face à une révolution avortée. Mais le créancier continue à prêter pour ne pas perdre définitivement tout l'argent investi dans son débiteur : « sous les pressions insistantes du gouvernement de Maurice ROUVIER, les banques françaises garantirent aux Russes leur crédit. L'emprunt d'avril 1906 fut le plus important de tous⁴. » La France s'est donc mise à prêter plus que jamais à la Russie par peur qu'elle ne rembourse pas ! Un débiteur peut donc parfois obtenir davantage de fonds en agitant la menace de ne rien rendre de ce qu'on lui a déjà prêté.

¹ Romaric Godin, « Chypre restructure sa dette », *La Tribune*, 27/06/2013, <https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20130627trib000772743/chypre-restructure-sa-dette.html> (consulté le 23/09/2018).

² « Statement by the European Commission and the IMF on Cyprus », 27/06/2013, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-624_en.htm (consulté le 23/09/2018).

³ Suzanne Berger, *Notre première mondialisation*, Paris, Seuil et La République des Idées, 2003, p.47-48.

⁴ Gilbert Guilleminault et Yvonne Singer-Lecocq, « Le mirage des emprunts russes », in Gilbert Guilleminault, *Le roman vrai de la IIIe et de la IVe République. Première partie, 1870-1918*, Paris, Robert Laffont, 1991, cité par Suzanne Berger, *op. cit.*, p.48, note 68.

Tel n'est pas toujours le cas : en 2015 l'Allemagne préférerait risquer une sortie de la Grèce de la zone euro, et les pertes qui en résulteraient, plutôt que de transiger sur les principes de son orthodoxie monétaire¹. Mais quand le montant des dettes en jeu est suffisamment important, la perspective d'un défaut fait peser un risque systémique sur l'ensemble du système financier et bancaire, qui rend impensable pour le créancier l'idée de laisser son débiteur sans ressources. C'est ce qui a justifié le sauvetage des banques systémiques par les Etats après la crise de 2008, ou le premier plan de « sauvetage » de la Grèce en 2012, pour lequel l'Allemagne n'était alors pas prête à envisager une sortie de l'euro. Même lors de la crise chypriote, la Troïka n'a pas demandé aux Grecs de venir en aide à Chypre pour ne pas fragiliser la Grèce au point de déclencher une nouvelle crise². Rappelons d'ailleurs que la crise bancaire chypriote était elle-même en partie due au défaut de la Grèce sur une partie de sa dette souveraine : l'interdépendance qui lie créanciers et débiteurs est ici particulièrement frappante, puisqu'un défaut de l'Etat grec fait faire faillite à des banques chypriotes dont le défaut pourrait en retour fragiliser les banques grecques... Cette dépendance du créancier à l'égard du débiteur est évidemment bien moins vraie dans le cas d'un particulier endetté auprès d'une banque : son pouvoir de négociation est bien sûr inférieur à celui d'un Etat dans la reconfiguration des liens d'endettement, mais entreprises et ménages peuvent tout de même négocier l'annulation des pénalités en cas de retard de paiement, le report du terme, la réduction des taux d'intérêt quand les taux de marché ont baissé, etc.

¹ Frédéric Lordon, *On achève bien les Grecs*, op. cit., p. 26. « [En 2012,] les craintes qu'inspirait le scénario d'une sortie de la Grèce étaient essentiellement liées à la réactivation d'un risque de système en cas de défaut sur cette dette à l'époque de 360 Mds d'euros, mais surtout détenue à presque 85 % par les investisseurs privés. Le fait même de la restructuration aura montré que cette crainte était probablement surestimée, puisque la sphère des créanciers privés aura absorbé des pertes entre 50 % et 70 % de valeur nominale sans dommage apparent. *A fortiori* maintenant le risque systémique n'est-il plus sur la table – « on peut y aller » conclut l'Allemagne, qui n'a jamais cessé de penser à ses banques dans toute cette affaire. »

² Romaric Godin, « Chypre est bien partie pour redevenir le cauchemar des Européens », *La Tribune*, 19/06/2013, <https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20130619trib000771239/chypre-est-bien-partie-pour-redevenir-le-cauchemar-des-europeens.html> (consulté le 23/09/2018).

V/ Les stratégies d'inversion de la culpabilité

Lorsque le débiteur découvre sa propre puissance dans la relation d'interdépendance qui l'unit au créancier, cela peut être l'occasion pour lui (ou pour ses soutiens) d'inverser l'accusation de culpabilité pour légitimer sa tentative de sédition, en dénonçant l'enrichissement réalisé par le créancier à son détriment. Nous avons déjà constaté qu'un tel renversement du discours était possible en analysant avec Graeber la confusion morale qui peut entourer la notion de dette ; sans prendre parti d'un point de vue normatif, nous chercherons ici à analyser les raisonnements par lesquels s'opèrent en pratique aujourd'hui les tentatives d'inversion de la culpabilité que mènent certains acteurs à propos des dettes souveraines.

Rappelons ici un point que nous avons mentionné en définissant la dette : si la dette est un rapport social bilatéral, elle dépend aussi en partie du cadre institutionnel dans lequel elle s'inscrit : en ce sens, la dette n'est jamais le seul fait d'une décision individuelle du débiteur qui vivrait au-dessus de ses moyens, mais est toujours en partie une construction collective. Par ailleurs, il faut reconnaître que l'endettement des Etats bénéficie aux riches. François Chesnais¹ part du constat que les baisses d'impôts en faveur des plus riches leur permettent de prêter à l'État les ressources dont il s'est lui-même privé. Que ce soit par la vente des actifs publics ou par l'emprunt, l'argent que l'Etat donne aux 1 % les plus riches sous forme de baisse d'impôts lui revient ensuite (puisqu'il en a besoin et eux non), mais avec cette fois une contrepartie. Les deux vont d'ailleurs de pair dans les stratégies des agents : Benjamin Lemoine montre que satisfaire les besoins de financement du Trésor en rachetant la dette de l'Etat intéresse les banques françaises notamment parce que cela leur permet de nourrir de bonnes relations avec les hauts fonctionnaires de Bercy, en vue d'être ensuite associées à des opérations de privatisation². Si les privatisations apparaissent aux banquiers comme de formidables occasions de profits, elles demeurent ponctuelles, là où la dette est, quant à elle, une source permanente de transfert d'argent public au secteur privé : Emmanuel

¹ François Chesnais, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, Paris, Raisons d'agir, 2011.

² Benjamin Lemoine, *L'Ordre de la dette*, op. cit., p. 131.

Todd dans un interview au *Point*¹, souligne que tous les ans, sur deux-cent cinquante milliards d'euros prélevés sur les contribuables *via* la TVA et les impôts directs, près de cinquante milliards (soit un cinquième de la somme) « vont à des gens qui ont déjà trop d'argent » sous la forme d'intérêts sur la dette souveraine.

Ainsi, selon la formule provocante d'Emmanuel Todd, « les riches adorent la dette publique »² qui offre un placement sans risque à leur excès d'épargne. Plus les inégalités sociales sont fortes (du fait du libre-échange selon l'auteur), plus la fortune des plus riches excède leur capacité de consommation et même d'investissement rentable (du fait de l'insuffisance de la demande solvable résultant de ces mêmes inégalités), et plus ils ont *besoin de prêter* leur argent selon l'historien. Fort heureusement, la baisse des impôts des plus riches crée simultanément une augmentation de leur fortune, donc de l'offre d'épargne, et un besoin de financement par l'endettement de la part de l'Etat³... Comme le souligne l'auteur dans son dernier ouvrage, si l'accroissement de la dette publique a permis le maintien de l'Etat social, « les 1 % d'en haut aussi y trouvent leur compte : ils peuvent placer en bons du Trésor, ou équivalent, l'argent que la hausse du taux de profit et les baisse d'impôt ont mis à leur disposition. »⁴ Emmanuel Todd conclut son interview au *Point* en insistant sur la violence des rapports de classe qui se dissimulent sous la sophistication technique de la dette et les discours de légitimation qui l'accompagnent : « voilà ce que cache le discours alarmiste et moralisateur sur l'endettement abyssal, la faillite du pays et la nécessité de sauver le triple A. Derrière l'apparente logique libérale du système, l'État devient une machine à rançonner les populations au bénéfice des plus riches. » On retrouve ici la critique marxiste de « l'Etat bourgeois » aux mains des capitalistes. L'anthropologue se réfère d'ailleurs explicitement à Marx :

¹ Emmanuel Todd (interview par Elisabeth Lévy), « Annulons la dette du Vieux Monde ! », Le Point, 13/12/2011, http://www.lepoint.fr/economie/emmanuel-todd-annulons-la-dette-du-vieux-monde-13-12-2011-1406951_28.php (consulté le 24/09/2018).

² *Ibid.* Expression déjà utilisée dans l'émission *Ce soir (ou jamais !)* de Frédéric Taddeï sur France 3 le 29/11/2011 ou encore lors d'une interview par Ruth Elkrief le 2 décembre 2011 sur BFM.

³ Ce constat peut nourrir des formes de théories du complot qui verraient là un processus intentionnel d'une poignée d'oligarques plutôt que le fruit de l'agencement de plusieurs institutions et pratiques sociales agrégées (dont certaines constituent certes des incitations délibérées à l'endettement).

⁴ Emmanuel Todd, *Les luttes de classes en France au XIX^e siècle*, Paris, Seuil, 2020, p. 260.

« On analyse la dette publique à partir du point de vue d'un emprunteur qui serait coupable d'avoir dépensé sans compter. Les peuples doivent payer parce qu'ils ont vécu à crédit. Or ce ne sont pas les emprunteurs qui sont, fondamentalement, à l'origine de la dette, mais les prêteurs, qui veulent placer leurs excédents financiers. Marx l'avait très bien vu dans "Le 18 Brumaire de Louis Bonaparte", les riches adorent la dette publique ! »

L'auteur s'attaque donc ici à la construction sociale de la figure du débiteur comme coupable, et inverse l'analyse, faisant des créanciers les véritables coupables.

La culpabilité peut concerner un Etat autant qu'un particulier dès lors qu'il occupe une position de débiteur ; Emmanuel Todd met d'ailleurs sur le même plan nations et individus, qu'il exonère à nouveau de toute responsabilité : « on a poussé les Grecs à s'endetter afin de pouvoir mieux les étrangler. Regardez votre téléviseur : sans cesse des publicités nous incitent à emprunter. Les banques, pardon, les riches, aiment prêter. Et les usuriers aiment saisir les biens si l'on ne peut rembourser. Privatiser les biens de l'État grec, par exemple. » Il est vrai que les particuliers sont soumis à de nombreuses incitations à s'endetter¹, et sont même parfois escroqués par leurs créanciers : tel fut souvent le cas dans le cadre des crédits *subprimes* américains, dont les défauts de paiement sont à l'origine de la crise financière de 2007-2008 et dont la majorité sont parfois considérés par les commentateurs comme des prêts prédateurs maquillés par des formules mathématiques incompréhensibles aux yeux des débiteurs. En effet, ces derniers signaient des contrats de prêt hypothécaires sans comprendre qu'ils s'exposaient à payer des intérêts d'abord mesurés puis, dans un second temps seulement, excessifs par rapport à leur revenu courant et indexés sur des taux variables, ce qui les conduirait à l'expropriation².

Mais les Etats aussi ont pu contracter des dettes illégitimes, dont la dénonciation alimente de nombreux écrits, par exemple du Comité pour l'Annulation de la Dette du

¹ Particulièrement aux Etats-Unis, où les banques notent favorablement l'utilisation de plusieurs cartes de débit et de crédit et l'entretien d'un découvert permanent, qui ne doit pas être trop important mais pas non plus inexistant, ce qui incite à être toujours un minimum endetté – la note, censée refléter les capacités de gestion optimale de la trésorerie, influe ensuite sur les conditions d'octroi des crédits par exemple immobiliers, ce qui lui confère une grande importance.

² Voir par exemple Jean-François Gayraud, *L'art de la guerre financière*, Paris, Odile Jacob, 2016.

Tiers-Monde, ou de la Commission pour la vérité sur la dette publique grecque mise en place par le parlement hellénique en avril 2015 : le rapport de cette dernière¹ élabore par exemple le concept de dette illégitime, de dette illégale, de dette odieuse et de dette insoutenable – distinctions qui visent à déconstruire l’idée d’une culpabilité de la Grèce, et même à retourner le stigmate en démontrant une culpabilité des créanciers, par une analyse détaillée de l’origine, des modalités et des conséquences de chaque composante de la dette grecque. La Grèce est souvent présentée comme l’archétype du débiteur coupable, mais on comprend à quel point cette perception, qui sert les intérêts des créanciers, peut être déconstruite. Chaque discours partisan peut s’appuyer sur des fautes commises de part et d’autres : il est par exemple vrai que l’Etat grec, gangréné par la corruption et le clientélisme, a contracté une dette considérable en maquillant ses comptes, mais il l’a fait avec l’aide de la plus grande banque privée mondiale, Goldman Sachs, dont Mario Draghi, Président de la BCE depuis 2011, était le Vice-Président pour l’Europe de 2002 à 2005, avant de devenir Gouverneur de la Banque d’Italie de 2006 à 2011. Notre propos n’ayant pas ici une visée normative, il ne nous appartient pas de trancher la question de la responsabilité : en pratique, celle-ci se résout dans un rapport de force qui finit par imposer un narratif dominant accompagnant des dispositions légales.

¹ *La vérité sur la dette grecque*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2015.

Chapitre II – Différents niveaux d'interprétation de l'endogénéité

L'objectif de ce chapitre est de discuter différents sens du concept d'endogénéité. Dans un premier temps, nous nous demanderons dans quelle mesure la monnaie contemporaine peut être considérée comme une production endogène du marché du crédit bancaire¹. Dans un second temps, nous défendrons la thèse suivante : même si la monnaie est effectivement endogène dans le système actuel, cet état de fait, qui transforme la monnaie en marchandise, ne procède pas d'une nécessité intrinsèque à la nature de la monnaie, ni même à sa forme scripturale, mais d'une contingence historique qui pourrait être dépassée. Dans un troisième temps, nous présenterons le débat qui existe entre deux conceptions de l'endogénéité, que Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi qualifient respectivement de conception « évolutionnaire » ou « révolutionnaire » – cette dernière, défendue par les auteurs, les mène à considérer, contrairement à nous, que l'endogénéité de la monnaie est un fait transhistorique et indépassable.

I/ Le crédit bancaire : une création monétaire endogène ou exogène ?

Commençons par distinguer l'approche positive de l'approche normative : si nous évoquerons en fin de thèse des propositions de réforme en profondeur du processus de création monétaire visant à le découpler entièrement de toute forme d'endettement, nous admettons cependant tout à fait qu'en l'état actuel des choses, la monnaie est bien créée de manière endogène par le crédit bancaire et la monétisation des créances rachetées par les banques. Cet état de fait n'est pourtant pas universellement reconnu par la communauté des économistes, ou, du moins, pas prise en compte dans tous leurs modèles : en effet, nombre de ceux-ci (comme les modèles DSGE) postulent que le financement de l'économie repose toujours sur un marché des fonds prêtables, et se voit donc contraint par le montant d'épargne disponible, préalablement constitué.

¹ Entendu au sens large : la création monétaire par l'octroi de crédit bancaire et par la monétisation de l'achat de créances par les banques sur les marchés financiers.

Contre cette conception néoclassique, Keynes a pourtant montré que les banques peuvent créer *ex nihilo* la monnaie qu'elles prêtent (ou du moins, à partir du capital que représente la créance qu'elles achètent, mais sans épargne préalable), de sorte que l'égalité $I = S$ entre l'investissement (I) et l'épargne (S) se réalise *ex post* et non pas *ex ante*. Ainsi, pour qu'une entreprise puisse engager un cycle de production en payant des facteurs de production (capital et travail), la banque lui prête de l'argent qu'elle n'a pas, donc elle lui accorde un crédit sans disposer d'une épargne préalable ; mais l'entreprise qui a emprunté pour financer ses investissements doit ensuite épargner le produit de ses ventes pour rembourser son crédit. Les banques font donc bien de la création monétaire en permanence, à chaque fois qu'elles accordent un crédit à une entreprise. C'est d'ailleurs également le cas lorsqu'elles accordent un crédit à un ménage (crédit immobilier, consommation, étudiant...), mais aussi lorsqu'elles escomptent un effet de commerce ou qu'elles achètent sur les marchés financiers une obligation d'entreprise, un crédit immobilier titrisé ou un titre souverain.

Il est dès lors étonnant de voir tant d'économistes, de banquiers, de hauts fonctionnaires, de journalistes et autres commentateurs s'offusquer à l'idée que la Banque centrale puisse utiliser la « planche à billets », selon l'expression consacrée qui fait fi de la dématérialisation croissante de l'argent, c'est-à-dire en réalité recourir à la création monétaire, alors que personne n'accuse les banques commerciales de le faire. Ce sont les banques commerciales qui créent l'essentiel de la masse monétaire, car cela est consubstantiel à leur activité : ce ne sont pas les dépôts qui font les crédits comme on l'enseignait encore dans les années 1970, mais, on le sait bien, les crédits qui font les dépôts, de sorte que la banque crée de la monnaie à chaque fois qu'elle accorde un crédit. « Ce qui prouve, en passant, que la planche à billets n'est pas *ipso facto* inflationniste, contrairement à l'antienne répété *ad nauseam* par tant de canaux », note

Gaël Giraud dans sa préface à la traduction française de l'ouvrage d'Adair Turner¹, l'ancien président de l'Autorité des services financiers du Royaume-Uni².

Il y a à nos yeux une confusion fréquente, que dénonce implicitement Gaël Giraud, entre *création monétaire* et *augmentation nette de la masse monétaire* : en effet, pour l'essentiel, les banques créent de la monnaie en accordant des crédits qui prennent le relai des prêts échus³, dont le remboursement équivaut à une destruction monétaire, de sorte que les nouvelles unités créées se substituent à celles qui disparaissent sans *augmentation nette* de la masse monétaire. La masse monétaire n'est donc pas un stock mais un différentiel de flux entre octroi de nouveaux crédits et remboursement des anciens, de sorte que son volume *net* peut tout à fait diminuer malgré une création monétaire « brute » continue : elle est comme une baignoire qui se vide en même temps qu'on la remplit, et dont le niveau d'eau peut augmenter ou aussi bien stagner, ou même baisser malgré une arrivée d'eau continue, selon l'importance du différentiel de flux entrant et sortant.

Il est vrai que quand une Banque centrale annonce un programme de création monétaire (comme la BCE le fait depuis 2015 dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif, on y reviendra), c'est en théorie pour augmenter le volume total d'argent en circulation – ou au moins pour maintenir ce volume qui sans cela s'effondrerait, comme elle tente de le faire aujourd'hui avec des résultats mitigés. Mais le fait que la création monétaire menée en permanence par les banques n'augmente pas forcément la masse monétaire nette est souvent mal compris. On sait que la population ignore largement le fonctionnement du crédit bancaire⁴, ce qui pose

¹ Adair Turner, *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2015, trad. fr. *Reprendre le contrôle de la dette. Pour une réforme radicale du système financier*, Paris, Les Éditions de l'Atelier, 2017.

² Lord Adair Turner a également été directeur général de la Confédération de l'industrie britannique, dirigeant européen d'une banque nord-américaine et président du Comité britannique sur le changement climatique.

³ Ainsi, quand un ménage rembourse son crédit immobilier, un autre client souscrit en même temps un nouveau prêt. Dans le cas des entreprises, le même agent entretient en permanence un certain niveau d'endettement en renouvelant en permanence ses propres emprunts à peine remboursés, pour enchaîner les cycles de production. Les Etats vont encore plus loin, en ne remboursant leur dette qu'en levant de nouveaux fonds : ils font de la cavalerie, ce qui est interdit aux autres agents qui, eux, ont une durée de vie limitée (donc qui seraient amenés à faire défaut un jour).

⁴ Un sondage représentatif mené en Suisse indique par exemple que 73 % des personnes interrogées ignorent que l'argent de leur compte courant a été créé par leur banque et non par la BNS (*La Tribune de*

d'ailleurs question : le fait que presque tous les agents ignorent que la monnaie est créée en contrepartie de créances prouve que la confiance du public dans sa valeur ne provient pas de sa mise en circulation par la dette – ce qui remet d'ailleurs en cause la légitimité de ce mode de création monétaire. Notons que les élites politiques ne sont pas plus au courant que leurs électeurs du fait que la création monétaire passe par le crédit bancaire et la monétisation par les banques de l'achat des créances¹, tout comme d'ailleurs de nombreux experts ou économistes de premier plan : Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI, considère par exemple qu'affirmer que les crédits font les dépôts constitue une « erreur conceptuelle »². De même, nombre de manuels ou de modèles postulent, par erreur ou par simplification, que les dépôts font les crédits, comme le déplore Gaël Giraud dans sa préface à l'ouvrage d'Adair Turner :

Genève en ligne, « "Monnaie pleine" promet un nouveau monde », 01/09/2017, <https://www.tdg.ch/suisse/monnaie-pleine-promet-nouveau-monde/story/16070797>), alors que le pays a connu un fort débat citoyen sur la question, au point qu'une initiative populaire a proposé la couverture intégrale des dépôts à vue et la restitution à la Banque centrale du pouvoir de création monétaire. Recueillant 110 000 signatures entre le 3 juin 2014 (date du début du recueil des soutiens) et le 1^{er} décembre 2015 (date du dépôt à la Chancellerie fédérale), l'initiative populaire « Monnaie pleine » a finalement été rejetée à 75,7 % lors de la votation du 10 juin 2018 avec une participation de 34 % (<https://www.rts.ch/info/suisse/9623259-l-initiative-monnaie-pleine-est-balayee-et-la-loi-sur-les-jeux-d-argent-acceptee.html>, consulté le 29/09/2019).

¹ Un sondage datant de 2017 montre ainsi que 85 % des parlementaires britanniques ne savent pas d'où vient la monnaie : seuls 15 % d'entre eux estiment vraie la phrase « *New money is created when banks make loans, and existing money is destroyed when members of the public repay loans.* » De même, 70 % d'entre eux estiment vraie la phrase : « *Only the government – via the Bank of England or Royal Mint – has the authority to create money, including coins, notes and the electronic money in your bank account* » (seuls 23 % l'estiment fautive, les 6 % restant ne sachant pas). David Clarke, « Poll shows 85 % of MPs don't know where money comes from », 27 octobre 2017, <http://positivemoney.org/2017/10/mp-poll/>, consulté le 29/09/2019.

² Comme le note Bernard Guerrien (http://bernardguerrien.com/wp-content/uploads/2017/07/Blanchard_Macro.pdf), Olivier Blanchard déclare à propos du Chapitre V du manuel *Sciences économiques et sociales – 1^{re} ES* de Bordas (nouvelle édition, 2014) que « le chapitre contient une erreur conceptuelle, mais qu'on retrouve souvent ailleurs : Les crédits ne créent pas les dépôts. » (Olivier Blanchard, *Les Manuels des Sciences économiques et sociales des éditions Bordas*, rapport sur trois manuels d'économie pour l'Académie des sciences morales et politiques, p 4, <https://academiesciencesmoralesetpolitiques.files.wordpress.com/2018/10/ses2016-blanchard-bordas.pdf>). La formule est cependant ambiguë : on pourrait croire qu'Olivier Blanchard *dénonce* au contraire l'erreur suivante : les crédits ne font pas les dépôts, erreur qui serait présente dans le manuel, mais tel n'est pas le cas. Le manuel présente un texte de Jérôme Villion, où il est écrit en toutes lettres (et souligné) que « les crédits font les dépôts » (Cédric Passard et Pierre-Olivier Perl, *Sciences économiques et sociales – 1^{re} ES*, nouvelle édition, Paris, Bordas, 2014, Chapitre V, doc. 2 « Les sources de la création monétaire », p. 114). Olivier Blanchard pense donc à tort que les crédits *ne font pas* les dépôts.

« La plupart des manuels pour débutants mais aussi un très grand nombre de travaux de recherche¹ présentent la banque commerciale comme une institution financière... non bancaire. En d'autres termes, comme une institution qui prête de la main gauche ce qu'elle emprunte de la main droite [...]. Or, ce qui distingue une « vraie » banque de n'importe quelle autre institution financière, c'est précisément, comme le rappelle Turner, sa capacité à frapper monnaie. A créer de la monnaie *ex nihilo*. Cette vérité toute simple, aujourd'hui reconnue par la Banque centrale d'Angleterre², est toujours niée par une part significative de la profession des économistes (et même par certains banquiers). »

Les banques ne peuvent bien sûr pas créer d'argent sans limite du fait des règles prudentielles, ni le faire pour leur propre compte, mais elles n'en font pas moins en permanence de la création monétaire. La masse monétaire est créée par les banques de manière décentralisée, en contrepartie de la dette, ce qu'ignorent ou négligent les théoriciens du marché des fonds prêtables.

Cette précision étant faite, il nous reste à distinguer deux visions de ce processus : certains économistes admettent que la monnaie est créée de manière décentralisée par le crédit bancaire, mais y voient un processus exogène, quand d'autres le croient endogène. Les premiers pensent que le niveau de la masse monétaire est souverainement déterminé par l'offre de monnaie de la Banque centrale, quand les seconds estiment qu'il est entièrement déterminé par la demande de crédit. Il faut en effet rappeler qu'une des limites prudentielles fixées au crédit bancaire est la conservation par les banques commerciales de réserves obligatoires en monnaie Banque centrale équivalentes à un certain pourcentage des dépôts. La question est donc : est-ce la Banque centrale qui, en mettant en circulation cette base monétaire en certaines quantités, détermine le volume des crédits selon un processus que l'on

¹ La Note 8 précise : « Le plus connu étant certainement celui de D.W. Diamond et P.H. Dybvig, « Bank runs, deposit insurance, and liquidity » (*Journal of Political Economy*, vol. 91, no 3, 1983, p. 401-419), dont le modèle sert de paradigme à l'ensemble de l'économie néoclassique. »

² La note Note 9 précise : « Cf. M. McLeay, A. Radia, et R. Thomas, « Money creation in the modern economy », *Bank of England Bulletin*, Q1, p. 14-27. Voir aussi G. Giraud, *Illusion financière*, Ivry-sur-Seine, Editions de l'Atelier, 2015 [nouvelle édition]. »

nomme le « multiplicateur monétaire »¹, ou est-ce au contraire la demande de crédit qui détermine l'offre de base monétaire que la Banque centrale est obligée de fournir comme une fraction des dépôts existant, selon une logique que l'on nomme le « diviseur monétaire » ?

Les tenants de l'exogénéité feront valoir que si la Banque centrale mène une politique monétaire restrictive, les banques commerciales n'auront pas la possibilité d'accorder plus de crédits faute de réserves suffisantes, de sorte que la masse monétaire n'augmentera pas. Les partisans de l'endogénéité répondront que la Banque centrale peut être contrainte de mener une politique « accommodante » pour éviter la déflation², mais qu'inversement, une telle politique ne lui permet pas de contrôler le volume des crédits si les banques rechignent à prêter ou, surtout, ne trouvent pas suffisamment d'emprunteurs comme c'est le cas aujourd'hui : la masse monétaire serait donc déterminée par la demande de crédit et non par l'offre de monnaie. C'est justement ce qu'affirme Gaël Giraud dans sa préface au livre d'Adair Turner : « [Une banque commerciale] ne peut émettre de monnaie que si un client lui demande un crédit : la création monétaire est endogène. Et c'est bien le drame de la zone euro aujourd'hui : trop peu d'acteurs de l'économie réelle ont recours au crédit bancaire. » Au-delà de cette question conjoncturelle, certains économistes estiment que l'offre de monnaie est toujours endogène, et que même la Banque centrale n'a pas de pouvoir de restriction sur la quantité d'argent en circulation dans l'économie.

Ainsi, les auteurs postkeynésiens Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon revendiquent une théorie endogène de l'offre de monnaie, et non pas uniquement de

¹ C'est par exemple l'approche d'Olivier Blanchard et Daniel Cohen, *Macroéconomie*, 7e éd., Montreuil Pearson, 2017.

² Ainsi selon Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon : « Supposer que l'offre de monnaie bancaire dépende de la demande de crédit rend la banque centrale accommodante vis-à-vis de la demande de liquidité des banques de second rang » (Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », in Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot (dir.), *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, Chapitre IX, p. 165 à 181, p. 171-172). Un débat a opposé post-keynésiens horizontalistes (Nicholas Kaldor, *Le Fléau du monétarisme*, Paris, Economica, 1982 [1985] et Basil J. Moore, *Horizontalists and Verticalists : the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988) et structuralistes (T. I. Palley, « Accommodationism, Structuralism, and Superstructuralism », *Journal of Postkeynesian Economics*, 1998, vol. 21, n° 1, p. 171-173 ; Larry Randall Wray, *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998) sur la question du degré de cet accommodement et de son influence sur les taux d'intérêt des banques.

la demande : là où Keynes ne proposait selon eux qu'une théorie de la *demande* de monnaie sans véritable théorie de l'offre, « la "théorie de la monnaie endogène" se comprend comme l'analyse de la création *endogène* de monnaie »¹. Selon ces auteurs, « la banque centrale ne fixe pas la quantité de monnaie, qui est endogène au système économique ; en revanche, en l'absence de taux d'intérêt naturel à la Wicksell² elle fixe de façon discrétionnaire le taux d'intérêt, qui est donc exogène. Ce taux devient une variable de répartition et non le simple résultat des lois du marché. »³ Ainsi, la Banque centrale décide des taux directeurs qu'elle fixe, et non directement de la masse monétaire. Ce point n'est d'ailleurs pas pris en compte, notons-le, par le modèle IS-LM, puisque celui-ci construit la courbe LM en supposant une offre de monnaie exogène de la Banque centrale qui choisit d'émettre une certaine quantité, laissant la libre fixation du taux au marché financier⁴, soit l'inverse de ce qui prévaut dans la réalité (en régime de politique monétaire conventionnelle du moins)⁵.

On objectera aux postkeynésiens que si la Banque centrale n'a pas la maîtrise directe de la masse monétaire, elle décide toutefois du volume de base monétaire qu'elle injecte. Ceci n'est pas tout à fait exact, puisque le principal instrument conventionnel des Banques centrales est le taux d'intérêt, et non les opérations d'*open market* – bien que les politiques non-conventionnelles aient accordé une place centrale à l'assouplissement *quantitatif*. Reste le dernier instrument dont dispose la Banque centrale, l'imposition de réserves bancaires obligatoires en monnaie centrale – bien que celles-ci, négligeables, aient diminué depuis la crise de 2008, voire disparu dans certains pays. L'existence de réserves, obligatoires ou excédentaires, ne remettrait pas en cause

¹ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », art. cit., p. 166.

² La note 3 précise : « Soit la productivité marginale physique des facteurs de production à laquelle le taux d'intérêt monétaire devrait s'égaliser. »

³ *Ibid.* p. 171. Les auteurs renvoient ici à Marc Lavoie, *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar, 2014, p. 190.

⁴ Lequel taux est d'ailleurs considéré comme identique à celui de la courbe IS (étant déterminé par le croisement des courbes) : le taux de refinancement prévalant entre la Banque centrale et les banques commerciales est donc étrangement le même que celui qui prévaut entre ces dernières et les entreprises.

⁵ Le « 100% Money » que nous évoquerons en fin de thèse se rapprochera de ce modèle, puisqu'il consiste effectivement à laisser la Banque centrale fixer directement le volume de la masse monétaire, le taux d'intérêt devenant un prix flexible sur le marché des fonds prêtables – mais tel n'est bien sûr pas le cas dans le système actuel.

l'endogénéité de l'offre de monnaie selon Louis-Philippe Rochon, car ces réserves sont elles-mêmes endogènes¹, contrairement à ce qu'affirme l'approche par le multiplicateur de crédit : « la monnaie bancaire et la monnaie centrale sont endogènes aux besoins de l'économie de production et aux opérations quotidiennes des banques [...] [qui] sont les créatrices de la monnaie et [qui] n'ont pas besoin de dépôts ou de réserves préalables pour le faire. » C'est d'ailleurs ce qui légitime l'inversion keynésienne de la causalité entre épargne et investissement – principe qui semble évident, mais ne l'est en réalité toujours pas pour « le *mainstream* » qui conçoit encore les banques comme « de simples intermédiaires financiers » selon Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon (p. 173²).

D'un point de vue postkeynésien, tout commence par une demande solvable préalable, qui, adressée aux banques, justifie la création monétaire (p.172) : « les postkeynésiens développent le concept d'endogénéité de la monnaie selon lequel cette dernière est créée par le crédit bancaire, lui-même étant le résultat d'une demande solvable en amont ». La monnaie ne préexiste donc pas, pas plus que la monnaie centrale nécessaire aux réserves (p. 173) : « l'offre de liquidité par la banque centrale est, elle aussi, endogène puisqu'elle résulte d'une demande préalable des banques ». Cela ne signifie pas que l'accès à la liquidité est ouvert sans limite et sans condition à tous les agents de l'économie, ce qui mènerait à une création monétaire infinie : comme le note déjà Keynes dans son *Traité sur la monnaie* en 1930, il y a une « part de clients insatisfaits »³, qui ne se voient pas prêter de l'argent, mais cela s'explique par le fait qu'ils ne sont pas jugés solvables au regard des critères de crédit de la banque⁴. Selon

¹ Louis-Philippe Rochon, « Cambridge's Contribution to Endogenous Money: Robinson and Kahn on Credit and Money », *Review of Political Economy*, vol. 13, n°3, 2001, p. 287 à 307, p. 294.

² Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon associent l'endogénéité de la monnaie à l'exogénéité du taux d'intérêt (p. 173), mais s'opposent aux auteurs qui estiment dès lors qu'« il est néanmoins possible de comprendre l'exogénéité du taux d'intérêt dans le modèle du nouveau consensus comme une certaine forme d'intégration de la monnaie endogène », car tel n'est pas leur lecture du *mainstream*.

³ John Maynard Keynes, *A Treatise on Money: The Applied Theory of Money* (1930), reproduit dans *The collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, p. 190.

⁴ On pourrait toutefois estimer que les autorités monétaires ont une influence sur la définition de ces critères, donc indirectement sur la quantité de monnaie émise par les banques, par exemple en France via la prohibition des « taux d'usure » qui excluent d'office un certain nombre de dossiers, ou quand le Haut Conseil de Stabilité Financière recommande aux banques de ne pas dépasser, pour les crédits immobiliers, « un taux d'effort à l'octroi maximal de 33% du revenu net de l'emprunteur; une durée de crédit qui n'excède pas 25 ans » (HCSF, communiqué de presse du 12 décembre 2019).

Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « la monnaie étant par nature une dette, la décision de la banque relative à l'octroi ou non d'un prêt reste sans conséquence sur l'endogénéité de la monnaie » (p. 172). La restriction de l'accès à la liquidité reposerait donc entièrement sur l'exigence de solvabilité que le système bancaire adresse à l'emprunteur, et non sur une limitation de l'offre de crédit par les réserves fractionnaires qu'imposerait la Banque Centrale : celles-ci seraient également endogènes, s'adaptant à toute demande solvable des banques.

Les positions sont donc parfois très tranchées entre partisans de l'approche par le multiplicateur et défenseurs de l'approche par le diviseur de crédit : les premiers estiment que la Banque centrale est souveraine sur la quantité de monnaie, les banques commerciales s'ajustant passivement à sa politique, les seconds considèrent au contraire que la Banque centrale est entièrement passive, adaptant sa politique aux décisions souveraines des banques commerciales. Pour notre part, nous considérons que ces deux points de vue ont leur part de vérité mais pèchent par leur radicalité. Ni la Banque centrale ni les banques commerciales ne sont à nos yeux entièrement souveraines sur la quantité de monnaie en circulation, car celle-ci est le produit de la rencontre entre une offre exogène de base monétaire par la Banque centrale (qui a de fait le pouvoir de restreindre la création monétaire des banques en cas de tensions inflationnistes¹), et une demande endogène de crédit par les agents économiques (qui porte le risque d'être insuffisante sans que la Banque centrale puisse remédier à ce problème). C'est ce que résume l'aphorisme : « on peut tirer sur une ficelle [restreindre l'offre de crédit], mais on ne peut pas pousser dessus [provoquer la demande de crédit] ». La monnaie présente donc à la fois un caractère exogène et un caractère endogène. Notons toutefois que dans le contexte qui prévaut depuis plus d'une

¹ Par exemple en augmentant le taux de refinancement (comme la Fed le fit de manière drastique lors du « choc Volcker », on y reviendra), en exerçant un contrôle quantitatif direct sur le volume des crédits (comme la Banque de France le fit pendant les Trente Glorieuses, ainsi que nous le verrons plus loin), ou encore en relevant le taux de réserves obligatoires. Certes, les banques développent des innovations financières pour contourner les contraintes sur le volume de crédit qu'elles accordent, par exemple en sortant les créances de leur bilan *via* la titrisation, mais si elles peuvent se concurrencer entre elles pour héberger plus de dépôts, le volume total des dépôts dans l'économie demeure limité par la quantité de base monétaire et le taux de réserves obligatoires, sur lequel la Banque centrale a un certain contrôle au moins dans une visée restrictive.

décennie, marqué par un risque déflationniste, le problème majeur qui se pose au capitalisme est l'incapacité des Banques centrales à déterminer souverainement la quantité de monnaie en circulation faute de demande. C'est donc le caractère endogène de la monnaie qui pose problème : ce n'est pas le rationnement de l'offre de base monétaire, mais au contraire l'insuffisance de la demande de crédit, qui est le facteur déterminant aujourd'hui, appelant une intervention exogène de l'Etat, dont le besoin de financement d'un déficit accru se substituera à la demande privée.

II/ La monnaie : marchandise, dette ou institution ?

Nous avons jusqu'ici refusé de qualifier pleinement la monnaie d'endogène ou d'exogène, car ni les banques commerciales ni la Banque centrale ne nous semblent entièrement souveraines à elles seules sur la quantité de monnaie en circulation. Toutefois, le terme « endogène » nous semble pouvoir être employé, en un sens nouveau, pour pointer le fait que la monnaie est aujourd'hui une production marchande, née par contrat de la rencontre d'une offre et d'une demande décentralisée sur le marché du crédit. Certes, celui-ci est régulé par la Banque centrale, mais il ne s'agit plus ici de savoir quelle est la part de pouvoir respectif des instances publiques et privées dans ce processus : nous souhaitons désormais désigner par le terme « endogène » le fait que la monnaie soit produite comme une marchandise, fut-ce avec une part de régulation publique. Ainsi, dans la suite de la thèse, nous qualifierons la monnaie contemporaine¹ d'endogène, non parce que nous défendrons la position extrême selon laquelle la masse monétaire est en toute circonstance entièrement déterminée par la seule demande sans aucune limite d'offre (tel n'est pas le cas à nos yeux puisqu'en l'absence de politique accommodante, une part de la demande de crédit est frustrée par l'action de la Banque centrale), mais précisément parce qu'elle est le

¹ C'est-à-dire la monnaie de crédit : non pas seulement la monnaie scripturale, mais toute monnaie mise en circulation par le crédit ou la monétisation des créances, quelle que soit sa forme. Les pièces et les billets n'y échappent pas : ils peuvent être retirés d'un dépôt bancaire constitué par un agent sans endettement (par exemple par son salaire), mais à l'échelle macroéconomique, l'ensemble des dépôts a d'abord été constitué par la dette, et les retraits de liquide ne sont qu'une conversion d'une forme à une autre de cette monnaie déjà mise en circulation par le crédit ou la monétisation des créances. Les espèces appartiennent donc autant que les dépôts à la monnaie de crédit : quelle que soit sa forme, l'ensemble de la masse monétaire M1 est mise en circulation par la dette.

fruit de la rencontre d'une offre et d'une demande sur un marché (même si cette offre est en partie exogène en tant qu'elle est contrainte par le volume de base monétaire déterminé par la Banque centrale¹). C'est le fait même que la monnaie soit une production du marché bancaire plutôt qu'une institution publique préalable au marché, qui fait à nos yeux de la monnaie actuelle une monnaie endogène.

Cette mise en marché de la création monétaire découle logiquement de son encastrement dans le rapport d'endettement, sur lequel nous avons insisté à la fin du chapitre précédent. En effet, la dette étant un rapport social bilatéral et non pas communautaire comme la monnaie, il se noue par des contrats sur le marché. Dès lors, au problème de l'encastrement de la monnaie dans la dette (le fait que l'affect joyeux de la création monétaire soit imbriqué dans l'affect triste de l'endettement) s'ajoute celui de son encastrement dans le marché : c'est le problème de la production décentralisée de la monnaie en fonction des intérêts microéconomiques dont rien n'assure *a priori* la compatibilité macroéconomique – on y reviendra au Chapitre IV. Cette double contradiction, que nous désignons par l'expression « encastrement de la création monétaire dans le marché du crédit », est le fruit d'un processus historique qui fait de la monnaie une marchandise – la rendant payante et limitant sa durée de vie.

Considérer la monnaie de crédit comme une marchandise peut étonner les lecteurs de Karl Polanyi, qui se souviennent de la thèse de l'auteur, selon laquelle c'est au contraire la forme métallique de la monnaie sous le régime d'étalon-or qui la constituait comme marchandise, niant sa nature d'institution sociale susceptible d'une régulation politique : Karl Polanyi en faisait l'un des trois piliers du désencastrement de l'économie par rapport au social, les deux autres étant la réduction de la terre et du travail également au statut de marchandise². La « Grande Transformation » qu'a constitué le ré-encastrement de l'économie dans le social dans les Trente Glorieuses

¹ Ou du moins en partie déterminée par elle : en effet, même la base monétaire est mise en circulation par le crédit, de sorte que l'offre de la Banque centrale doit rencontrer la demande des banques. La Banque centrale n'est donc pas entièrement souveraine, *même sur le volume de la base monétaire*, mais elle n'en reste pas moins capable de rationner son offre de base monétaire (par exemple par une hausse du taux de réserves obligatoires), contraignant dès lors les banques à rationner leur offre de crédit, donc leur création monétaire.

² Karl Polanyi, *La Grande Transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps* (1944), Paris, Gallimard, 2019 (1983), en particulier Chapitre VI p. 117 à 127, et Chapitre XVI p. 269 à 279.

(soit ce que l'école de la régulation nomme le mode de régulation fordiste) passe donc notamment par l'abandon de l'étalon-or au profit d'une monnaie de crédit. Celle-ci ne devient cependant purement autoréférentielle qu'à la fin du système de Bretton Woods, par l'abandon de toute référence à l'or : la monnaie assume dès lors selon nous pleinement, y compris dans l'esprit des acteurs de l'époque, son statut d'institution sociale dont la valeur n'a rien à voir avec le métal concret. Toutefois, la monnaie va selon nous redevenir une marchandise, non plus en tant qu'elle se fonde sur l'or, mais en tant qu'elle devient davantage une production du marché du crédit décentralisé qu'une institution publique, une créature née des contrats privés plutôt que des décisions souveraines de l'Etat.

Tel n'était pas pleinement le cas en période fordiste, car la monnaie était alors en grande partie créée par l'Etat pour l'Etat, avec notamment un rôle prépondérant de la Banque centrale et du circuit du Trésor en France (comme nous le verrons au Chapitre V). Ce système n'en restait pas moins en partie endogène, une part conséquente de la monnaie – croissante au cours de la période – relevant d'une production sur le marché bancaire, même si celui-ci était alors bien plus fortement régulé qu'aujourd'hui comme nous le montrerons. Cette forte régulation étatique de la création monétaire qui caractérisait le régime d'accumulation fordiste a connu un net recul sous le mode de régulation néolibéral : le secteur bancaire et financier est déréglementé, la Banque centrale devient indépendante, et le financement de l'Etat par cette dernière cesse – jusqu'à ce que les politiques d'assouplissement quantitatif mises en place après la crise de 2008 ne restaurent un important financement indirect. Comme nous le verrons au Chapitre VI, la forme du rapport monétaire en régime néolibéral (du moins jusqu'à sa crise) se distingue de ce qu'elle était en régime fordiste notamment par les deux éléments suivants : du côté de l'offre de monnaie, la part de la création monétaire attribuable à la Banque centrale diminue au profit de celle attribuable aux banques de second rang (le ratio base monétaire / masse monétaire chute fortement), tandis que, du côté de la demande de monnaie, la part du secteur public dans les contreparties de la masse monétaire décroît significativement au profit du secteur privé (voir p. 214, 230-232 et 254-255 pour les chiffres exacts). Ainsi, largement créée par la

puissance publique et pour la puissance publique durant les Trente Glorieuses, la monnaie est désormais produite essentiellement de manière décentralisée par les banques commerciales pour leurs clients privés, en fonction de l'offre et de la demande sur le marché du crédit : dès lors, on peut affirmer malgré l'abandon de l'étalon change-or que la monnaie est aujourd'hui pleinement (redevendue) une *marchandise*, une *production* endogène du marché. Des auteurs postkeynésiens comme Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, fervents défenseurs de l'endogénéité de la monnaie, parlent d'ailleurs bien de « production » de monnaie¹.

Le sens de certaines réformes que nous évoquerons en fin de thèse est justement de rompre cet état de fait pour faire de la monnaie un bien public exogène, c'est-à-dire préalable au marché, créé par l'Etat en fonction de ses objectifs politiques de régulation macroéconomique : cette forme inédite de la monnaie (jamais véritablement mise en œuvre, même sous les Trente Glorieuses) nous semble plus conforme à sa nature *institutionnelle*. Au-delà de ses formes historiques variées, la monnaie n'est en effet à nos yeux ni un bien marchand comme l'or, ni un sous-produit des contrats privés d'endettement, mais une institution sociale. L'étalon-or consiste à faire de la monnaie un simple objet, un bien naturel, ce qui était conforme à l'idéologie libérale du XIX^e siècle. Mais en rompant avec ce modèle, l'argent-dette ne fait pas pour autant de la monnaie une réalité sociale, institutionnelle, collective : au contraire, elle la réduit à un nœud de contrats privés, conformément à l'idéologie néolibérale. Comme nous l'avons expliqué au début de la thèse, la monnaie est au contraire à nos yeux un rapport social communautaire, instituant une communauté de valeur, c'est-à-dire un langage numérique partagé pour évaluer de manière commensurable les désirs des agents, et un moyen de paiement unanimement reconnu. Ce moyen de paiement circule, certes, dans des rapports sociaux bilatéraux d'échange, mais il n'en est pas moins une réalité sociale, collective, un rapport de l'individu à la totalité sociale présente toute entière dans chaque transaction privée. La monnaie n'est donc ni un bien ni une dette, c'est une institution.

¹ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », art. cit., p. 176.

Certes, elle peut prendre la forme d'une marchandise ou d'une créance, mais cela est contingent : rien dans la nature de la monnaie n'impose une telle contrainte. La monnaie peut être un simple signe, une somme d'unités physiquement ou même socialement concrètes (c'est-à-dire situées à chaque instant dans l'espace juridique comme un actif localisé dans le patrimoine de tel ou tel agent, et transférables selon les règles institutionnelles du système des paiements), que ce soit sous forme de pièces métalliques, de billets de papiers, de soldes de comptes courants inscrits dans les registres des banques, ou de lignes de code validées par un logiciel crypté. Quelle que soit la forme, rien n'impose *a priori* des réserves de métal précieux ou une mise en circulation par le crédit. Ces modes d'émission sont bien sûr possibles (puisqu'ils sont historiquement avérés), mais ils ne sont pas nécessaires, et leurs conséquences nous semblent néfastes : Karl Polanyi a montré que réduire la monnaie au métal-marchandise génère une tendance déflationniste au coût social exorbitant (cf. p. 366), et nous pensons qu'encaster son émission dans le rapport d'endettement a le même effet comme on tentera de le montrer aux Chapitres VI et VII). Pire : cela menace l'existence-même de la monnaie, dès lors que le marché du crédit censé la produire est frappé par un choc de défiance comme lors des *bank runs* ou des *credit crunch* – on y reviendra au Chapitre IV. Notre interprétation est cependant que ces formes se sont avérées historiquement utiles comme étapes vers la prise de conscience de la nature pleinement institutionnelle de la monnaie.

Cette prise de conscience est le fruit d'un long processus historique s'étalant sur cinq millénaires. Il est manifeste que le rapport des hommes à l'or et à l'argent a été d'ordre religieux avant d'être d'ordre monétaire, le métal faisant l'objet d'un processus social de fétichisation, ou plutôt de totémisation¹ : l'or est considéré comme chair des

¹ Nous préférons employer ce mot pour deux raisons. D'abord parce qu'il renvoie au totémisme étudié par Emile Durkheim dans *Les formes élémentaires de la vie religieuse : le système totémique en Australie*, Paris, CNRS, 2014 (1912), dont Michel Aglietta et André Orléan s'inspirent largement pour leur conception de la monnaie (émanant selon eux des mêmes forces anthropologiques que la religion, la monnaie étant comme le totem une représentation symbolique de la communauté). Ensuite parce qu'à la différence du fétiche auquel on adresse des suppliques et des sacrifices (du moins dans les villages de Casamance que j'ai pu visiter, le totem (au sens courant qu'on donne aujourd'hui à ce terme, ou au sens précis qu'il a chez les Aborigènes d'Australie) peut être une chose inanimée comme la monnaie : c'est un objet, une plante ou un animal sacré représentant le clan, qui peut être doté de propriétés surnaturelles mais pas d'une

dieux en Egypte antique¹, et l'argent est associé au dieu Sîn en Mésopotamie antique². Parce qu'il se voit attribuer des propriétés surnaturelles, le métal sacralisé suscite un désir d'abord contemplatif puis acquisitif : il est stocké dans le temple, et se mue en moyen de paiement³, sous forme de lingots d'or pour les échanges officiels entre empires, mais aussi, pour ce qui concerne les échanges entre les temples, palais et marchands, sous forme de barres et d'anneaux d'argent, de sacs scellés de lingots d'argent découpés, ou de lames de cuivre.

Mais il s'agit encore de métaux non marqués, qu'il faut peser à chaque transaction⁴, et qui circulent peu : l'essentiel des échanges passent par la dette et se règlent ultimement par des paiements en nature largement centralisés par les chambres de compensation que constituent les grands organismes (temples et palais qui gèrent l'économie domaniale de la Haute Antiquité⁵). La totémisation du métal précieux a surtout permis l'émergence d'unités de compte dans ces sociétés dites palatiales, c'est-à-dire d'un langage commun pour estimer la valeur d'un bien en la comparant à une certaine quantité de métal : le shât égyptien est défini par un poids en or, de même que

conscience, de sorte qu'on ne lui adresse ni supplique ni sacrifice (les Aborigènes ont une religion sans dieu comme le confirme par exemple l'anthropologue Alain Testart).

¹ Scintillant comme le soleil et ne s'altérant jamais, l'or incarnait l'éternité, la régénération permanente, et était utilisé, comme le montre l'égyptologue François Daumas (François Daumas, « La valeur de l'or dans la pensée égyptienne », *Revue de l'histoire des religions*, 1956, 149-1, p. 1 à 17) pour le revêtement des sculptures des divinités, mais aussi sur les sarcophages ou la dorure des momies elles-mêmes, ou sur les bas-reliefs représentant la naissance ou l'allaitement, ou encore la pointe des obélisques. Plusieurs dieux sont rapprochés de l'or, comme Rê ou Horus, ou encore Hathor, mère des dieux, surnommée « l'or des dieux » (*ibid.* p. 16) de sorte que l'or est mère des dieux. De même en Mésopotamie, un texte néo-sumérien l'identifie à un dieu chtonien primitif après son passage dans l'autre monde : « l'or, c'est Enméchara » (*ibid.*, p. 2).

² L'anthropologue Clarisse Herrenschildt confirme que dans l'Orient ancien « les métaux précieux entretiennent des rapports non seulement avec le monde des dieux, mais avec le corps des dieux ». C'est encore le cas au VI^e et au V^e siècle avant notre ère sur les premières monnaies frappées : l'argent est associé sur les pièces lydienes au bœuf, qui représente le dieu mésopotamien Sîn, dieu de la fertilité, en particulier des troupeaux, et de la Lune, dont la couleur est l'argent ; l'or, quant à lui, est « identifié au soleil, métal du roi en Mésopotamie, dont l'origine est le sperme du dieu Marduk de Babylone » (Clarisse Herrenschildt, « Écriture, monnaie, réseaux. Inventions des Anciens, inventions des Modernes », in : *Le Débat*, n° 106, 1999/4, septembre - octobre, Gallimard, p. 17 à 36).

³ On retrouve là un processus tout à fait analogue à ce que décrit Marcel Mauss qui fait dériver la monnaie du talisman, dont le pouvoir magique se serait socialement mué en pouvoir d'achat (« Les origines de la notion de monnaie » (1914), in Marcel Mauss, *Œuvres, 2. Représentations collectives et diversité des civilisations*, Paris, Les Éditions de Minuit, 1969, p. 106 à 112).

⁴ Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté op. cit.*, p.101-102.

⁵ David Graeber, *op. cit.*, Chapitre VIII, p. 259 à 271, en particulier p. 263. Voir aussi p. 52.

le sicle mésopotamien est défini par un poids en argent. Ces unités de compte servent d'abord à calculer la rémunération de tous ceux qui travaillent dans le temple au service du dieu (dans une sorte de salariat, ou plutôt de fonction publique, préalable à l'échange marchand), mais elles finissent par servir à l'évaluation des biens qui commencent à circuler dans l'échange (d'abord entre les institutions de deux cités distinctes, puis au sein même de chaque cité), faisant émerger l'institution de la valeur marchande.

La monnaie de compte des sociétés palatiales de la Haute Antiquité n'assurait que la fonction d'unité de compte, et non celle de moyen de paiement (puisque les paiements s'effectuaient pour l'essentiel en nature), et c'est largement la dette qui remplissait la fonction de réserve de valeur et celle d'intermédiaire des échanges. Mais à l'aube de l'Antiquité classique, la fragmentation du totem métallique en milliers d'unités a permis l'invention des pièces de monnaie. Chaque fragment du totem n'ayant de sens et de valeur que par rapport à la totalité des autres fragments en circulation, on peut parler de totem fragmenté, c'est-à-dire de totem qui n'existe que comme somme d'unités concrètes circulant de main en main (sous forme métallique) et assurant désormais toutes les fonctions de la monnaie, indépendamment de la dette.

Au Moyen-Âge, on assiste au découplage des monnaies de compte, abstraites quoique définies par un poids de métal, et des monnaies de paiement, métalliques. Les agents voient encore largement dans le métal lui-même la valeur de la monnaie. Outre la démonétisation par le souverain des pièces anciennes ou altérées, ils ont toujours à craindre les mutations monétaires (dévaluation de l'unité de compte) qui altèrent la valeur réelle des contrats marqués par une rigidité nominale (typiquement, les créances), mais aussi les contrefaçons qui altèrent le titre (c'est-à-dire la qualité) du métal composant les fausses monnaies, ou l'usure et le rognage des pièces qui en altèrent le poids. L'usage des métaux impose en outre des coûts logistiques importants, mais le découplage des monnaies de compte et de paiement a favorisé l'émergence d'instruments de paiement de substitution : les lettres de créance, ancêtres du papier-monnaie. Les billets, puis les dépôts à vue, étaient initialement convertibles en monnaie métallique : cette convertibilité assurant leur acceptabilité par le public, elle permit aux banques d'en créer, par le crédit, au-delà de leurs réserves en métal précieux. *In fine*,

les billets et les dépôts furent eux-mêmes entièrement totémisés : acquérant une valeur en eux-mêmes (et non plus comme simples substituts à la monnaie métallique), ils pouvaient désormais être créés et mis en circulation sans être convertibles en métal précieux, donc en s'affranchissant de toutes les contraintes qui y sont liées.

La valeur totémique du métal se transférant au papier puis aux simples jeux d'écriture des registres comptables, les nouvelles formes historiques ont finalement délivré la monnaie de son encastrement millénaire dans le métal... Mais elles l'ont simultanément encastrée dans la dette, faisant d'elle une créance convertible en monnaie de la Banque centrale, et, surtout, la mettant en circulation entièrement par le crédit. Le crédit bancaire a joué un rôle historique décisif, puisqu'accorder un maximum de prêts à intérêt pour réaliser du profit (quitte à aller au-delà des réserves) a été la motivation essentielle des banques dans la création de la monnaie fiduciaire et scripturale. Ce n'est donc pas d'abord à une décision politique assumée que l'institution de la monnaie de crédit, centrale dans nos économies contemporaines, doit son apparition (quoi que le rôle de l'Etat demeure déterminant dans la création de la Banque d'Angleterre, de la Banque de France ou de la Réserve Fédérale américaine), mais plutôt au jeu des intérêts individuels dont elle est historiquement née : ceux des banquiers (prêtant au-delà de leurs réserves pour accroître leurs profits) et des débiteurs (entreprises, Etat ou ménages cherchant par l'emprunt à accroître leur pouvoir d'achat). Cela a permis de compenser la trop grande rareté de la monnaie à l'époque de l'étalon-or – au prix (largement inaperçu) d'une endogénéisation et d'une chrono-limitation de la monnaie¹. La monnaie qui était, sous sa forme métallique, indépendante de la dette, a été encastrée dans le rapport d'endettement sans que personne n'en mesure pleinement les conséquences avant longtemps, le grand public comme la plupart des économistes n'y voyant, au moins jusqu'à Keynes et Fisher, que l'émergence de la forme scripturale de la monnaie, sans comprendre pleinement que sa mise en circulation passe désormais par le marché de la dette.

¹ Au sens où, contrairement à la monnaie métallique qui peut en principe circuler éternellement, la monnaie de crédit est détruite au moment où elle est remboursée.

La création monétaire par le crédit n'est donc pas selon nous une nécessité logique première, une nécessité fonctionnelle de toute économie monétaire de production, comme le pensent circuitistes et postkeynésiens (on y reviendra), mais un état de fait historique contingent. Il n'y a en fait aucune nécessité de mettre la monnaie fiduciaire ou scripturale en circulation par le crédit, puisque l'argent ne tire pas sa valeur d'avoir été mis en circulation par des prêts mais simplement de son acceptation par tous, c'est-à-dire de sa désirabilité intrinsèque (le signe élu comme monnaie à l'issue d'un processus de convergence polarise le désir mimétique), de sa recevabilité pour le paiement de l'impôt (que tous doivent payer, ce qui stabilise la convergence mimétique vers le totem monétaire accepté par l'Etat) et de son cour légal (qui renforce l'acceptabilité unanime, le pouvoir libérateur universel de la monnaie)¹. Ainsi, si le crédit a été historiquement le moteur du passage de la monnaie métallique à la monnaie fiduciaire et scripturale, le lien entre les deux peut théoriquement être rompu.

Comme l'a relevé André Orléan², François Simiand évoque trois stades de la croyance³ : le stade de la « croyance simple » que nous pourrions qualifier de « naïve », à laquelle on adhère sans recul critique comme à un savoir certain, le stade « voltairien », où l'on prend conscience de la nature véritable de la croyance que l'on rejette dès lors comme une superstition, et un troisième stade, « critique » ou « positif », dans lequel on reconnaît la croyance comme réalité sociale performative. C'est dans cette troisième attitude que nous inscrivons notre travail : les objets élus comme monnaie au cours de l'histoire humaine n'ont pas de valeur en soi, par leur substance, mais parce qu'ils ont été totémisés, toutefois la compréhension de cette

¹ Nous y reviendrons, mais ce sont ces deux derniers points qui font défaut aux crypto-monnaies.

² André Orléan, « Au fondement des économies de marché, le pouvoir de l'argent : éléments pour une économie politique renouvelée », in Jean-Baptiste de Foucauld (éd.), *Peut-on apprivoiser l'argent aujourd'hui ?*, Paris, Hermann, 2016, p. 121 à 135.

³ « Le premier est la croyance simple, entière, sans critique, en la valeur et en la réalité absolue des dogmes ou des rites. Le second est l'attitude que l'on caractérise souvent de l'épithète de « voltairienne » : cette réalité prétendue n'est qu'apparence, illusion, voile devant la réalité ; cette valeur non seulement n'est pas absolue, mais n'est que superstition (sinon même supercherie). Mais le troisième est de reconnaître avant tout ce fait comme un fait ; d'en étudier la manifestation, les diversités, les variations, et d'abord de façon aussi objective que possible, c'est-à-dire non point par une introspection de conscience [...] mais par une reconnaissance positive de ce fait, là et dans les conditions où il peut être atteint indépendamment [...] ; et donc pour cela, de l'étudier dans la société, dans les sociétés humaines [...] » François Simiand, « La monnaie réalité sociale », *Annales sociologiques*, série D, fascicule I, 1934, p. 228.

nature totémique de la monnaie ne doit pas conduire à la rejeter comme une simple superstition (ainsi que le font en un sens les partisans de la théorie du voile monétaire), mais à reconnaître le rôle positif d'une telle croyance tout en utilisant ce retour réflexif pour la débarrasser de ses contingences néfastes.

La fin de la convertibilité en or a permis aux sociétés humaines de pleinement prendre conscience que la monnaie n'est qu'une croyance performative – ce qu'elle était évidemment déjà à l'époque métallique¹, bien que les agents n'en aient pas conscience, ou pas autant. Pour reprendre une formule de Simiand, on peut parler de « laïcisation » de l'économie. Mais cela ne s'est historiquement produit qu'au prix d'un encastrement de la monnaie dans le marché de la dette. Or celui-ci ne joue ici qu'un rôle contingent : on peut donc s'en défaire. Prendre conscience de la nature institutionnelle de la monnaie ne doit donc pas conduire à vouloir l'abolir, mais l'améliorer. De même, prendre conscience de la nature institutionnelle de la monnaie scripturale, qui n'est au fond qu'une simple croyance performative dans la valeur d'unités artificielles, ne doit pas conduire à la rejeter pour revenir à cette « vraie » monnaie que serait l'or (funeste erreur² commise de nos jours par nombre de non-spécialistes lorsqu'ils découvrent sur Internet la véritable nature du crédit bancaire dans une présentation à tendance complotiste), mais à l'améliorer, en la délivrant du marché du crédit. Ce serait là achever la « laïcisation » de la monnaie, délivrée tant de l'idolâtrie du métal que de la naturalisation de son encastrement dans la dette – dont la remise en cause apparaît aujourd'hui comme un tabou quasi-religieux³. Telle est notre thèse, qui se résume en trois points :

- 1- La forme métallique a historiquement permis l'émergence d'une monnaie assumant toutes les fonctions nécessaires à l'ordre marchand décentralisé (unité de compte, moyen de paiement, intermédiaire des échanges, réserve de valeur).

¹ Même la valeur de l'or n'est que confiance sociale auto-réalisatrice : « *non aes sed fides* », comme le répète Simmel, « non pas le métal, mais la foi ».

² Ce que Simiand appellerait « l'illusion des origines » (p.239), la croyance naïve en la valeur intrinsèque de l'or qui serait la seule « vraie » monnaie.

³ Ainsi que le révèle la virulence des réactions contre la proposition de l'*helicopter money* souvent qualifié ironiquement d'« argent magique », on y reviendra.

- 2- Le crédit bancaire a joué un rôle historiquement déterminant dans l'émergence des formes papiers et scripturales, soit dans l'autonomisation de la monnaie par rapport à des supports naturels, donc dans la compréhension de la nature institutionnelle de la monnaie comme croyance performative incarnée dans un objet totémisé.
- 3- Quelle que soit sa forme (métallique, papier ou scripturale), la monnaie peut être mise en circulation sans dette (par la dépense publique, les subventions aux investissements ou par une allocation universelle – on y reviendra en fin de thèse).

Nous considérons donc que la monnaie est aujourd'hui endogène, au sens très précis où elle est *produite* sur le marché du crédit, par la rencontre d'une offre et d'une demande *décentralisées* (à ceci près que l'offre peut être rationnée par une politique restrictive de la Banque centrale dans son émission de base monétaire), mais qu'il n'y a là aucune nécessité indépassable inhérente à la forme scripturale de la monnaie. Et encore moins à sa nature : il peut sembler évident de dire que toute monnaie n'est pas produite par le crédit, mais certains auteurs prétendent pourtant que la monnaie est *toujours* endogène, *indépendamment de sa forme*. Cette thèse est sans doute la plus éloignée de la nôtre (puisque nous défendons au contraire l'idée que *même la monnaie scripturale* pourrait être exogène) mais sans en être le parfait opposé (puisque nous n'allons pas jusqu'à dire que la monnaie est *toujours* exogène : nous admettons qu'elle est aujourd'hui tout à fait endogène, du moins dès lors que la Banque centrale se montre accommodante). Il convient à présent d'examiner cette thèse.

III/ L'endogénéité de la monnaie : conception évolutionnaire ou révolutionnaire ?

Il existe un autre sens du mot endogène, plus fort que celui qui se réfère à l'analyse du crédit bancaire contemporain : c'est celui que proposent Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi¹ au nom de ce qu'ils nomment une conception « révolutionnaire » plutôt qu'« évolutionnaire » de l'endogénéité. Bien qu'ils admettent la nature endogène de la monnaie actuelle, contrairement aux théoriciens

¹ Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, « Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views », *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, n°2, été 2013, p. 210 à 229.

de l'exogénéité, les tenants de la conception évolutionnaire de l'endogénéité estiment que la monnaie n'est pas *par nature* endogène, c'est-à-dire issue du crédit, mais ne l'est devenue qu'au terme d'une *évolution historique*, notamment par l'apparition de banques centrales accommodantes. A l'inverse, les partisans d'une conception révolutionnaire estiment que la monnaie est *toujours* endogène, *quelle que soit sa forme*.

La conception évolutionnaire est sans doute la plus communément admise. Pour en rendre compte, nos auteurs se réfèrent essentiellement à un célèbre article de Victoria Chick¹, qui distingue plusieurs stades dans l'histoire de la banque pour retracer *l'apparition* de l'endogénéité. En effet, la monnaie serait encore entièrement exogène à l'époque des premières banques dont le fonctionnement était conforme à la théorie néoclassique : collecter l'épargne et l'allouer à des projets d'investissement dans un pur rôle d'intermédiation, de sorte que le niveau de l'épargne déterminait alors le volume de l'investissement. Les dépôts constituaient des réserves, qui permettaient les crédits, avec un principe de rareté puisque leur volume était prédéterminé par l'épargne préalable. Apparurent ensuite les crédits financés non par des dépôts, mais par création monétaire, mais la monnaie ne fut pas immédiatement endogène pour autant : tant que le volume des crédits était déterminé par un montant de réserves obligatoires, c'est la théorie du multiplicateur qui s'applique selon Victoria Chick, ce qui signifie que l'offre de crédit est déterminée par des réserves préalables de monnaie, et non par la demande. La mise en place d'une Banque centrale n'est pas non plus suffisante en soi : ce n'est que lorsque celle-ci « accepta pleinement la responsabilité de la stabilité du système financier »² par des politiques accommodantes que la monnaie devint endogène.

En effet, dès lors que la Banque centrale fournit aux banques des liquidités à la demande (quoique toujours sous forme de prêts et selon des règles), celles-ci peuvent

¹ Victoria Chick, « The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest », *Économies et Sociétés* (« Série Monnaie et Production », 3), 1986, vol. 20, n°8-9, p.111 à 126, en particulier p.113 à 115 (réédité dans P. Arestis and S.C. Dow (eds), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays of Victoria Chick*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 1992, p. 193 à 205).

² « fully accepted responsibility for the stability of the financial system », Victoria Chick, art. cit. (1986), p. 115.

augmenter leur offre de crédit sans avoir augmenté *au préalable* leurs réserves : elles auront bien sûr à se refinancer après coup pour respecter les exigences de réserves obligatoires, mais si la Banque centrale assume pleinement son rôle de refinancier accommodant, elle supprime *de facto* la contrainte des réserves *ex ante*. Autrement dit, les crédits font désormais les dépôts, mais ceci n'est que le fruit d'une longue évolution institutionnelle. Ainsi, la monnaie est endogène ou exogène selon la période historique considérée, de sorte que l'approche néoclassique a été valide dans le passé, comme l'admettent de nombreux postkeynésiens¹.

A l'inverse, Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi défendent une conception révolutionnaire² de l'endogénéité, selon laquelle celle-ci, loin de résulter d'une *évolution historique*, est inhérente à la nature même de la monnaie : la monnaie serait endogène *quelle que soit sa forme*, et l'a donc été à *toute époque* : « For revolutionary post-Keynesians, however, money has always been endogenous, irrespective of the historical period or of specific institutional arrangements. » (p.212). Selon eux, les différentes évolutions historiques relevées par Victoria Chick n'expliquent pas l'endogénéité de la monnaie, elles s'expliquent *par elle* : ce serait en fait la nature endogène de la monnaie qui se serait progressivement imposée aux institutions³. Cette

¹ Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi citent Hyman Minsky, « The endogeneity of money », in E.J. Nell and W. Semmler (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*, New York, St. Martin's Press, 1991, p. 207 à 220, p. 208 : « there are periods in history and economic conditions where supply was mainly endogenous and other periods and conditions where the money supply was largely exogenous » ; Basil J. Moore, « The money supply process: a historical reinterpretation », in G. Deleplace and E.J. Nell (eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 1996, p. 89 à 101, p. 89 : « both views are correct, but [...] each is applicable to a *different* historical period » ; Alfred Eichner, *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Armonk, M.E. Sharpe, 1987, p. 849 : « The reason the earlier systems of commodity and fiat money alone were replaced by a credit-based system was the need for a means of payment that would vary with the level of economic activity and thus with the need for additional funds ». Voir aussi Paul Davidson, *Money and the Real World*, New York, John Wiley & Sons, 1972 ; Paul Davidson et Sidney Weintraub, « Money as cause and effect », *Economic Journal*, 1973, vol. 83, n°332, p. 1117 à 1132 ; Sheila Dow, « Money supply endogeneity », *Économie Appliquée*, 1988, vol. 41, n°1, p. 19 à 39 ; Robert Guttman, « The regime of credit-money and its current transition », *Économies et Sociétés* (« Série Monnaie et Production », 7), 1990, vol. 24, n°6, p. 81 à 105 ; Christopher Niggle, « The endogenous money supply theory: an institutionalist appraisal », *Journal of Economic Issues*, 1991, vol. 25, n°1, p. 137 à 151.

² Révolutionnaire renvoyant ici au fait qu'ils s'inscrivent dans la suite de la révolution keynésienne.

³ P. 225 : « rather than seeing institutional changes (the creation of a central bank and financial innovations, or even the evolution of the banking system itself) as a *source* of money's endogeneity, institutional changes are the *result* of it. » De même, p. 226 : « As monetary and financial markets develop and evolve, the endogeneity of the money creation process implies in fact that institutions have to comply with it as well as with the double-entry bookkeeping nature of money. ».

perspective s'inscrit donc dans ce que Schumpeter nomme, dans son *Histoire de l'analyse économique*, une théorie de la monnaie fondée sur le crédit (« *a credit theory of money* ») par opposition à une théorie monétaire du crédit (« *a monetary theory of credit* »)¹ comme celle que l'on peut trouver chez Marx, par exemple : ainsi, nos auteurs estiment que la monnaie est toujours le résultat d'un crédit, tandis que Marx pense la nature de la monnaie sans lien avec le crédit (comme équivalent général élu par les marchandises pour les représenter), même si elle peut entrer dans des rapports d'endettement *après avoir été créée*.

La position de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi est assez radicale, puisque l'endogénéité est selon eux intemporelle, et indépendante, notamment, du comportement accommodant ou non de la Banque centrale, comme ils l'écrivent par exemple p. 212 : « In other words, the money creation process is an endogenous phenomenon irrespective of central bank behaviour, the stage of development of the banking sector, financial innovations or other recent institutional changes². » De même, dans le texte qu'il cosigne avec Virginie Monvoisin³, Louis-Philippe Rochon écrit : « [la Banque centrale] n'est pas nécessaire *stricto sensu* au raisonnement pour établir l'endogénéité de la monnaie. » Si cette conception est largement partagée par l'école du circuit, elle est en revanche loin d'être hégémonique dans l'école postkeynésienne, comme le déplorent les auteurs, même si elle y trouve des soutiens, par exemple chez Marc Lavoie : « accommodation or the lack of it, liability management or the lack of it,

¹ Joseph Aloys Schumpeter, *Histoire de l'analyse économique*, Paris, Gallimard, 2004 (1984), tome III : *L'âge de la science (De 1870 à J. M. Keynes)*, p. 452. Comme le note André Orléan (correspondance personnelle), « Credit Theory of Money » est à juste titre traduit par : « théorie de la monnaie fondée sur le crédit », plutôt que par « théorie de la monnaie de crédit » comme on le trouve chez Suzanne de Brunhoff (*La monnaie chez Marx*, Paris, Editions sociales, 1967, p. 66) : « Marx distingue monnaie et crédit [...] parce qu'il adopte une théorie monétaire du crédit et non une théorie de la monnaie de crédit ».

² Une note précise : « Rochon has recently argued [Louis-Philippe Rochon, « Money's endogeneity, Keynes's General Theory and beyond », in T. Cate (ed.), *Keynes's General Theory: Seventy-Five Years Later*, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar, 2012, p. 293 à 305], however, that while this is correct, a full discussion of endogenous money does involve the central bank, otherwise it can lead to a New Consensus type of endogeneity, where banks create money, but are somehow constrained by central bank activities. In this revolutionary approach, the central bank fully accommodates banks' needs always and everywhere. »

³ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », *art. cit.*, p. 171, note 2.

and financial innovations or the lack of it are second-order phenomena compared to the crucial story that goes from debt creation to the supply of means of payment. »¹

Conclusion

Les crédits faisant aujourd'hui les dépôts, la monnaie peut être dite endogène au sens où elle est produite comme une marchandise par la rencontre d'une offre et d'une demande décentralisées sur le marché du crédit que la Banque centrale ne contrôle pas véritablement, bien qu'elle puisse exercer un certain contrôle restrictif sur les quantités émises. Cette mise en marché de la création monétaire et son encastrement dans le rapport d'endettement nous apparaissent comme le fruit d'une longue histoire institutionnelle largement contingente. Mais la conception « révolutionnaire » de l'endogénéité estime que la monnaie est toujours née du crédit, y compris avant l'apparition des monnaies de crédit à proprement parler (la monnaie scripturale issue du crédit bancaire), par exemple sous la forme des pièces d'or de l'Antiquité. Sur quoi se fonde cette thèse *a priori* contre-intuitive ? Les arguments avancés par Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi s'avèrent nombreux et hétérogènes, et c'est en réalité plusieurs définitions de l'endogénéité qui s'entremêlent selon nous dans leur texte. Nous allons consacrer le chapitre suivant à la clarification des différents niveaux d'argumentation enchevêtrés (ce qui répondra d'ailleurs à certains contre-arguments susceptibles d'être opposés par des économistes de sensibilité keynésienne, au nom du caractère supposé indépassable de l'endogénéité, aux propositions du type *helicopter money* ou *100% Money* que nous évoquerons en fin de thèse).

¹ Marc Lavoie, « Monetary policy in an economy with endogenous credit money », in G. Deleplace and E.J. Nell (eds), *Money in Motion, op. cit.*, p. 532 à 545, p. 533.

Chapitre III – La conception révolutionnaire de l’endogénéité : un débat ontologique sur la nature de la monnaie

Les arguments de nos auteurs postkeynésiens en faveur de la conception « révolutionnaire » de l’endogénéité sont comme nous l’avons dit très variés. Nous consacrons ce chapitre au raisonnement « ontologique » des auteurs, qui prétendent déduire l’endogénéité de la nature-même de la monnaie – avant de discuter au chapitre suivant la thèse macroéconomique des vertus stabilisatrices d’un tel mode d’émission.

L’argument ontologique central de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi nous semble être que par nature, la création monétaire ne fait toujours que répondre aux besoins de moyens de paiements finaux exprimés par le marché pour solder les dettes générées par les coûts de production, ainsi que l’expliquent Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, par exemple p. 216 :

« ‘Money’ goes along with the needs of production, as any payments of production costs need a means to settle debt obligations finally. Hence, in this sense, money has always been responding to the needs of markets for a means of final payment, and has therefore always been endogenous. »

Ce propos synthétise en réalité un ensemble d’arguments sous-jacents que nous discuterons un à un dans ce chapitre, mais avant d’entrer dans cette discussion fine, restons pour l’instant à un niveau plus général. L’assertion citée nous semble reposer sur deux présupposés discutables. Le premier, cher à l’école du circuit (on y reviendra), serait que la monnaie est créée pour financer la production : on pourrait argumenter que la monnaie est avant tout un moyen de paiement des *achats de biens finaux*, plutôt que des *facteurs de production*, puisqu’elle est nécessaire dans une société marchande préindustrielle dans laquelle le paysan ou l’artisan vend sa production sans avoir eu à réaliser auparavant des dépenses *monétaires* de production (l’essentiel des coûts consistant en son propre travail indépendant, sans travail salarié ni capital à rémunérer)¹. Même dans la société capitaliste contemporaine, un certain nombre de

¹ La portée de cet argument se limite bien sûr aux économies marchandes préindustrielles, mais les auteurs défendant l’idée que l’endogénéité de la monnaie est *transhistorique*, l’objection demeure valide.

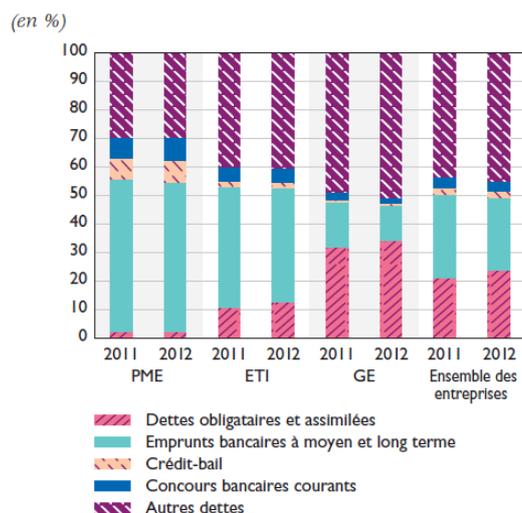
biens s'échangent continuellement sans avoir nécessité d'importants coûts monétaires de production : le produit de certains indépendants, notamment dans les services, mais aussi les terrains nus, ou encore tous les biens dont la production a nécessité d'importants coûts monétaires mais n'est pas comptabilisée dans l'année en cours parce qu'ils s'échangent sur le marché de l'occasion (typiquement, le marché de l'immobilier ancien). Tous ces marchés nécessitent de la monnaie, sans représenter de coûts de production. Réciproquement, toute la monnaie créée aujourd'hui ne finance pas des coûts de production : certes, on peut attribuer une part conséquente de la création monétaire contemporaine au crédit aux entreprises, mais on peut tout aussi bien l'attribuer au crédit aux ménages, ou aux pouvoirs publics, qui ne finance pas toujours, loin s'en faut, une *production* marchande¹.

Le second présupposé serait que les coûts de production représentent par nature une dette : tel n'est pourtant pas le cas lorsque les facteurs sont rémunérés par des paiements comptants. Certes, les salariés ne sont rémunérés qu'à la fin du mois, et les fournisseurs offrent souvent des délais de paiement ; toutefois, il s'agit là d'engagements de court terme, qui donnent de la souplesse aux entreprises mais qui pourraient théoriquement être raccourcis, voire supprimés, sans changer le mode de création monétaire par le crédit bancaire. L'idée est bien sûr que les facteurs de production génèrent des coûts avant que l'écoulement de leur production ne génère des recettes : il y a donc un besoin de financement dans l'intervalle. Mais l'argent n'est pas, ou du moins pas entièrement avancé par les facteurs de production : le salarié payé à la fin du mois, ou le fournisseur payé en deux mois, peut être vu comme « avançant » la valeur de sa production à l'entreprise, mais sur un délai très court. Souvent, il n'attend d'ailleurs pas que la production soit écoulee pour être payé. Si tel était le cas, alors les coûts de production pourraient être interprétés comme des dettes, mais dans ce cas, ils ne demanderaient pas pour être payés de création monétaire par emprunt de l'entreprise à la banque : la monnaie entrerait dans l'entreprise non par le crédit

¹ Les banques monétisent l'achat de titres souverains : ceux-ci servent essentiellement à financer non pas une production, mais simplement le remboursement d'une dette publique préexistante (selon un principe de cavalerie), ce qui peut s'interpréter comme une simple rente captée sur le budget public par les banques et les grandes fortunes.

bancaire, mais par les recettes (elle serait captée sur le marché où elle préexisterait, quel que soit son mode d'émission originel). Quoi qu'il en soit, la réalité est tout autre, et nos auteurs le savent : le rythme de paiement des coûts de production est plus rapide que celui de l'encaissement des recettes, de sorte qu'il faut bien que quelqu'un avance les sommes, et c'est là que le lien qu'ils établissent entre production et dette prend sens.

Structure de l'endettement financier des entreprises françaises



Champ : Entreprises non financières définies au sens de la LME
 Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2013

En pratique, ce sont les apporteurs de capitaux *financiers* de *long terme* (actions, obligations, crédits de long terme) qui permettent à l'entreprise de payer les coûts de production *avant* de récupérer des recettes : comme le montre le graphique ci-dessus¹, les dettes de moyen et long terme (obligation, emprunts bancaires, crédit-bail) constituent plus de la moitié de la structure de financement des entreprises françaises – sans même compter les capitaux propres. A strictement parler, ce sont donc les coûts financiers qui représentent une dette² : les coûts de production ne sont pas

¹ Dominique Lefilliatre et Lionel Rhein, « Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », *Bulletin de la Banque de France*, n° 194, 4^e trimestre 2013, p. 23 à 54, p. 39, Graphique 15 « Structure de l'endettement financier des entreprises ».

² Quoi que le cas des dividendes sur action peut se laisser interpréter comme une pure *captation* de profit (le plus souvent justifié par la prise de risque, ce qui serait discutable), plus que comme un paiement d'intérêt au titre d'un prêt, d'une dette : dans les catégories de David Graeber, on les conceptualiserait plus probablement comme relevant d'une logique hiérarchique (comme le prélèvement d'un tribut), que comme un paiement restaurant la réciprocité et l'égalité de statut provisoirement suspendu dans l'échange marchand. Du fait de ses droits politiques sur la société commerciale, l'actionnaire est en effet

nécessairement une dette en eux-mêmes, mais sont financés par les capitaux financiers, donc par la dette ou les fonds propres. Mais tous ces modes de financement ne relèvent pas de la création monétaire – c’est uniquement le cas du crédit bancaire. Le fait qu’une économie monétaire de production engendre des coûts qu’il faut acquitter avant de capter des recettes explique donc que l’entreprise doive contracter des dettes, mais pas que ces dettes soient financés par création monétaire. Il faut de la monnaie pour produire, mais cette monnaie a déjà pu être créée ailleurs puis empruntée par l’entreprise : pourquoi, dès lors, dire que ce sont les besoins de la production qui expliquent la création monétaire ? Ce n’est au fond qu’une interprétation¹.

Une fois posés ces éléments de discussion générale, rentrons plus finement dans l’analyse de la démonstration de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, qui enchevêtre comme nous l’avons dit un grand nombre d’arguments de nature et de portée très variées. Selon nos auteurs, le lien transhistorique entre monnaie et dette semble notamment tenir au fait que l’échange monétaire est toujours une relation « triangulaire ». Les deux économistes postkeynésiens en viennent alors à considérer qu’il est dans la nature de la monnaie de s’insérer dans un rapport d’endettement : c’est ce que nous discuterons dans la première partie ce chapitre. Cela nous amènera, dans une deuxième partie, à discuter leur conception « véhiculaire » de la monnaie comme simple droit de tirage sur la production, qui est au fondement de la théorie révolutionnaire de l’endogénéité.

I/ L’échange monétaire comme relation triangulaire : dette ou comptabilité ?

Commençons par analyser un passage très dense de l’article, dans lequel s’entremêlent plusieurs niveaux d’argumentation :

en position de supériorité hiérarchique, et non d’égalité réciproque, avec l’entreprise, et plus encore avec le salarié qui est juridiquement subordonné à la société.

¹ De plus, on pourrait imaginer un régime économique postcapitaliste, dans lequel il n’y aurait pas nécessairement de capitaux financiers à rémunérer, et où les entreprises paieraient les coûts de production sans recourir à la dette, uniquement *via* l’autofinancement : une telle économie nécessiterait pourtant de la monnaie, mais sans que la création monétaire ne puisse s’expliquer par le besoin de rémunérer les facteurs de production (puisque ce besoin serait satisfait par la capture sur le marché des biens et services, sous la forme de recettes, d’une monnaie *déjà* créée).

« Money is and has always been an endogenous phenomenon, owing to its being essentially tied to the nature of debt and the need for a means of final payment that has to be provided by a third party on the agents' demand. Money and payments are indeed two sides of the same coin, as it were. Since any payment is elicited by the 'needs of trade', it follows that the money creation process is always and everywhere endogenous – even if a central bank is non-existent or non-accommodating with respect to the banks' demand for reserves. » (p.224)

Nous voudrions d'emblée mettre de côté un premier argument dont on trouve une trace dans cette citation :

Argument des auteurs : la monnaie est liée à la dette car elle répond aux « besoins du commerce »

Réponse : les « besoins du commerce » n'impliquent pas nécessairement la formation de rapports d'endettement

Précisons ce point : d'après nos auteurs, la monnaie serait par nature endogène parce qu'elle est toujours créée pour répondre aux « besoins du commerce », ce qui lierait à la nature de la dette. Si le caractère endogène de la monnaie se réduit à l'idée qu'elle est destinée à l'échange marchand, aux « besoins du commerce », alors nous serions à peu près d'accord avec les auteurs – du moins pour ce qui concerne la monnaie marchande, et non les paléo-monnaies des sociétés ne pratiquant pas l'échange marchand, et auxquelles l'article se réfère pourtant pour mettre en avant le rôle de la dette. Les monnaies marchandes ont bien d'autres usages que le commerce (le paiement des impôts, des amendes, des dettes, des salaires, des cotisations, des allocations, des dons, etc.), mais tous ces transferts de pouvoir d'achat ne prennent sens que par référence à l'ultime usage de la monnaie que constitue l'échange marchand¹. Toutefois, un tel sens du terme « endogénéité » (sans lien avec la dette) serait tellement large qu'il véhiculerait un contenu conceptuel extrêmement réduit, et perdrait toute pertinence. Ailleurs dans l'article, les auteurs semblent suggérer plus précisément que la *quantité* de monnaie créée vise toujours à répondre aux besoins du commerce, donc

¹ Ultime au sens où l'échange marchand pourrait exister sans autres usages de la monnaie, alors que tous les autres usages évoqués n'ont de sens que comme transferts de pouvoir d'achat, donc supposent l'échange marchand.

que la création monétaire est déterminée par la demande de biens. Cette thèse est bien plus consistante, quoiqu'elle soit discutable – on y reviendra au chapitre suivant, mais elle n'a, en l'état, pas de rapport nécessaire avec la notion de dette.

Cependant, les auteurs développent plusieurs sous-arguments à l'appui de l'hypothèse d'un lien nécessaire entre « besoins du commerce » et rapport d'endettement. Le premier consiste à souligner la nécessité d'un tiers institutionnel pour valider les échanges marchands.

1) *La nécessité d'un tiers institutionnel*

a) *La validation des transactions nécessite-t-elle que l'émetteur de la monnaie soit le créancier des agents ?*

Argument des auteurs : l'échange marchand n'est validé que par le versement d'une monnaie émise par un tiers institutionnel, qui s'insère dans la transaction en la prêtant

Réponse : une transaction peut être authentifiée par un tiers émetteur de monnaie sans que celui-ci ne s'engage dans une relation de prêt avec les agents

En réalité, dans le passage que nous avons cité, c'est surtout le caractère *triangulaire* de l'échange marchand qui semble devoir faire le lien entre l'idée implicite de rapport social communautaire et la notion de dette : la monnaie est créée pour répondre aux besoins du commerce, mais elle nécessite l'intervention d'un tiers institutionnel qui authentifie la transaction. Selon nos auteurs postkeynésiens, tout échange monétaire est une relation triangulaire où un intermédiaire s'interpose entre le payeur et le payé pour authentifier la transaction : « money has always been endogenous because of the necessarily triangular relationship involving a payer, a payee and a record keeper, even in those ancient times when money's functions were carried out using a precious metal » (p. 225)¹. Il nous semble indéniable que toute transaction implique un payeur, un payé, mais aussi un intermédiaire bancaire ou, avant l'apparition des banques, un émetteur de monnaie reconnu par toute la communauté. C'est la dimension communautaire du rapport monétaire qui lui confère sa valeur et lui permet

¹ De même, p. 221-222 : « Any transaction involves three parties, namely a payer, a payee, and a record keeper, that is, a "banker" ».

d'être un moyen de paiement final unanimement accepté, comme nous l'avons déjà dit : la monnaie est une figure de la totalité sociale présente dans chaque transaction privée. Or si chaque acheteur pouvait créer de la monnaie à loisir, celle-ci serait produite sans limite et perdrait toute valeur : il faut donc bien qu'une institution en ait le monopole d'émission¹ direct ou indirect², ce qui revient à introduire un « gardien des comptes » dans toute transaction.

On objectera qu'une telle comptabilité unifiée n'existe pas à l'époque des monnaies métalliques, mais, bien que les auteurs ne l'explicitent pas, la présence d'un tiers institutionnel dans les échanges est toujours nécessaire, même si son rôle se limite à frapper les pièces et à les mettre en circulation, sans suivre la comptabilité précise de leurs transferts ultérieurs (puisque la règle d'attribution des unités monétaires se passe alors de tout système comptable unifié : à chaque instant, chaque unité est attribuée au porteur qui la détient).

Nous avons donc bien à toute époque un intermédiaire institutionnel qui rend effectivement la relation « triangulaire » comme l'affirment nos auteurs. Sans cet intermédiaire, pas de monnaie, donc pas d'échanges marchands : si chaque acheteur payait avec des biens non monétaires (par exemple des marchandises de sa propre fabrication), nous serions dans un système de troc, dont nous avons déjà dit l'impossibilité. Enfin, comme les auteurs le soulignent, si le payeur émettait lui-même une reconnaissance de dette de sa propre fabrication, alors le paiement ne serait pas final mais seulement promis (p. 221 : « then the payment would not be final but merely promised »), et chacun sait qu'il est impossible d'effectuer un paiement final avec une promesse de paiement. Les auteurs citent sur ce point le circuitiste italien Augusto Graziani : « If a simple promise of payment could perform the role of final payment,

¹ A moins que la convention sociale en vigueur fasse d'un bien rare par nature (par exemple l'or) une monnaie : dans ce cas, si le métal jugé précieux peut être considéré comme une institution, son émission n'est toutefois pas le fait d'un agent particulier, d'une organisation sociale. Mais l'histoire nous montre que, dans les faits, le métal n'a circulé massivement de manière décentralisée comme moyen de paiement des échanges qu'après l'invention des pièces, c'est-à-dire grâce à la mise en forme standardisée du métal par une institution d'émission – étatique.

² La Banque centrale a aujourd'hui un monopole d'émission indirect : l'essentiel de la monnaie est créée par les banques commerciales, mais celles-ci sont soumises à son contrôle et sa réglementation, et la valeur de leurs monnaies ne repose que sur leur inter-convertibilité, *via* le recours à la monnaie centrale.

buyers would be endowed with a seigniorage privilege, namely with a right of withdrawing goods from the market without giving anything in exchange »¹. En réalité, il n'y a de seigneurage universel qu'à la condition que tout moyen de paiement privé (marchandise, reconnaissance de dette ou autre signe) soit universellement accepté comme monnaie, ce qui est, on l'a déjà dit, impossible. S'il s'agit en revanche d'une simple reconnaissance de dette ne valant pas moyen de paiement final, alors elle suppose une monnaie ultime dans laquelle se refinancer pour régler ces dettes.

Nous admettons donc avec Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi que toute relation marchande est triangulaire, mais en quoi cela justifie-t-il l'idée que la monnaie serait par nature endogène, comme ils l'affirment dans le passage cité plus haut ? L'idée semble être que pour authentifier les transactions, le tiers institutionnel devrait s'insérer véritablement dans la relation marchande comme un intermédiaire financier, introduisant de ce fait la dette dans l'échange. Explicitons le raisonnement, en précisant que nous avançons là une hypothèse d'interprétation d'une thèse dont l'argument reste largement implicite. Si notre interprétation est la bonne, l'émetteur de la monnaie ne se contenterait pas d'authentifier l'échange de l'extérieur : il en deviendrait partie-prenante, assurant un relai entre le payeur et le payé dans une relation qui devient véritablement triangulaire parce que, d'une manière ou d'une autre, le tiers émetteur de monnaie paye à la place du payeur et devient ainsi son créancier le temps que celui-ci rembourse l'argent avancé, ou bien parce qu'il se porte garant pour lui, et devient ainsi le débiteur du payé le temps que le payeur règle effectivement au payé ce qui lui revient, ou plutôt que la société dans son ensemble fournisse une contrepartie lorsque le payé réalisera lui-même un achat². La banque (ou l'orfèvre dans les économies pré-

¹ Augusto Graziani, *The Monetary Theory of Production*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003, p. 60.

² Ces différentes possibilités reviennent finalement au même : l'idée serait que le payeur substitue à sa propre promesse de paiement celle de la banque, qui inspire davantage confiance (et qui, du fait de l'intégration de chaque banque dans un système de paiement unifié par la Banque centrale, représente finalement une promesse de la société dans son ensemble). Dès lors, on peut dire que la banque paye à la place du payeur, ou même qu'elle lui avance les fonds pour payer lui-même, ou inversement, que la banque se porte garante de la promesse du payeur, ou même qu'elle substitue son engagement à celui du payeur. Ce sont là diverses interprétations possibles du système actuel de crédit bancaire, expliquant que le payeur soit souvent débiteur de la banque à qui il a à l'origine emprunté les fonds, ou que le payé soit, en tant que déposant, créancier de la banque qui promet de tenir à sa disposition les sommes inscrites sur son compte.

bancaires) serait l'intermédiaire faisant circuler la dette et l'effaçant quand elle est réglée, en impliquant son propre patrimoine dans le processus tant à l'actif qu'au passif, comme l'illustre le bilan suivant proposé par les auteurs (p. 222) :

Table 1 The result of a payment in the goldsmith's ledger

Goldsmith (a primitive bank)			
Assets		Liabilities	
Agent A (payer)	+ x \$	Agent B (payee)	+ x \$

Mais si ce modèle est acceptable (quoique discutable) pour rendre compte du crédit bancaire contemporain, il prétend à une portée bien plus grande chez nos auteurs (du moins si nous interprétons bien des arguments qui demeurent implicites) : si l'endogénéité est une nécessité transhistorique, alors c'est finalement moins la banque que la monnaie elle-même, quelle que soit sa forme (y compris pré-bancaire) qui est une forme d'intermédiaire financier faisant circuler la dette. A toute époque, la dette se situerait donc fondamentalement dans la relation que les agents économiques entretiennent avec l'institution en charge de la monnaie, en tant qu'elle assure l'indispensable intermédiation entre eux.

C'est ici que nos auteurs font selon nous une confusion : la relation que les agents (acheteur et vendeur) entretiennent avec ce tiers n'est pas nécessairement à interpréter comme un rapport d'endettement. En effet, la banque intervient dans leur argument explicite (l'idée que tout transfert de valeur doit être authentifié par ce tiers qu'est la monnaie) uniquement comme gestionnaire des moyens de paiements, et non comme prêteur. La relation d'achat ne suppose pas nécessairement l'émission d'une reconnaissance de dettes, ni de la part de l'acheteur s'il procède à un paiement comptant, *ni de la part de l'émetteur de la monnaie*. En effet, si toute transaction privée nécessite l'intermédiation d'une monnaie, donc d'une institution d'émission reconnue par toute la communauté monétaire, rien n'oblige en revanche à concevoir le lien des agents à cette institution sous la forme d'une relation d'endettement, c'est-à-dire à considérer que la monnaie est nécessairement mise en circulation par le crédit... donc qu'elle est endogène au sens strict. Par exemple, quand un ménage consommateur achète les produits d'une entreprise, il utilise les moyens de paiements fournis par la

banque (carte bleue, chèque, espèces retirées au distributeur...) qui sont adossés à un système de paiement unifié par la Banque centrale, mais cet argent mobilisé n'est pas emprunté : le ménage puise sur une épargne issue de ses revenus, typiquement de salaires versés par d'autres entreprises, et non d'un crédit bancaire, donc d'une relation salariale et non d'endettement. Le fait qu'à l'origine, cette monnaie ait été créée par le crédit bancaire ne joue aucun rôle ici dans la relation triangulaire qui unit ici l'acheteur, le vendeur et le système bancaire : cette relation eût été strictement identique si la monnaie avait été mise en circulation en-dehors de tout crédit.

Si la relation qui existe entre des agents engagés dans une transaction et la banque ou le tiers qui leur fournit le moyen de paiement est bel et bien une dette, alors c'est que l'un des deux (l'acheteur ou le vendeur) est créancier ou débiteur de l'institution, or cela n'a rien de nécessaire. Il est vrai que le moyen de paiement doit être socialement reconnu pour être final (contrairement à une promesse privée de paiement), ou plutôt monétaire (car un paiement en nature d'une dette est final s'il est accepté), mais cela n'implique pas que le tiers qui authentifie la transaction soit un créancier ou un débiteur : ça peut être une institution d'émission qui n'est en relation d'endettement avec personne, un hôtel des monnaies qui frappe les pièces définitivement sans en tenir registre (voire un logiciel dans le cas des cryptomonnaies). Par conséquent, la monnaie n'est pas toujours une créance (une pièce d'or n'est pas une créance sur l'hôtel des monnaies) et elle n'est pas toujours mise en circulation par la dette, de sorte que ni l'acheteur ni le vendeur ni aucun agent économique n'est nécessairement créancier ou débiteur de l'institution d'émission. Les seuls points incontournables sont les suivants : la monnaie doit être reconnue par tous comme porteuse de la valeur (c'est une figure de la totalité sociale) et permettre des paiements (chaque unité doit être localisable dans l'espace social et transférable d'un patrimoine à un autre), ce qui n'emporte aucun rapport logique avec le concept de dette (sauf à assimiler pouvoir d'achat et créance, comme le fait Simmel, mais nous avons dit au Chapitre I qu'un tel usage du concept est métaphorique). Les innombrables exemples historiques de monnaie or ou argent nous semblent donc invalider la thèse de Louis-

Philippe Rochon et Sergio Rossi sur la dimension transhistorique de l'endogénéité, parce que leur usage ne suppose aucun rapport d'endettement.

b) *La monnaie, moyen de paiement des dettes nées de l'échange ?*

Argument des auteurs : la monnaie sert à payer les dettes nées de l'échange.

Réponse : il y a confusion entre rapport marchand et rapport d'endettement.

Pourtant, les auteurs affirment, à la suite de théoriciens du circuit comme Augusto Graziani, que la monnaie est nécessairement liée à la dette (p.219) : « As the theory of the monetary circuit shows, although this is also a conclusion reached by post-Keynesians, money is a necessary result of a debt relationship between a borrower and a lender [...]. In this sense, money is a social relation ». Pour notre part, nous considérons que toute relation économique, y compris l'échange marchand, est un rapport social, sans que cela n'implique de le concevoir comme une dette. Quoiqu'il en soit, ce passage nous permet d'avancer : nos auteurs y affirment en effet que la monnaie *résulte* nécessairement de la dette – ce qui ne revient pas à dire qu'elle est elle-même une dette, qu'elle existe comme relation d'endettement entre la banque et l'agent (hypothèse qui est aussi affirmée ailleurs dans l'article, comme on l'a vu, mais que nous avons tenté de réfuter). Le raisonnement semble être le suivant : tout achat crée une dette pour l'acheteur, ce qui génère un besoin de moyen de paiement final (pour les besoins du commerce, donc), lequel est nécessairement fourni par un tiers (la banque ou, aux époques antérieures, par l'institution d'émission quelle qu'elle soit). Ainsi (p.219) :

« To place a value on the debt, a value system needs to be developed by society. [...] the creation of money is the means by which the banking system provides the economy with a number of money units that are debited and credited to the payer, respectively to the payee, who use them to exchange objects between them¹. This number of money units is necessarily created by banks, or by their predecessors (such as goldsmiths). This creation may of course take different physical forms depending on the technological and institutional framework, but

¹ Les auteurs se réfèrent ici (note 15) à Larry Randall Wray, *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot and Brookfield, Edward Elgar, 1990.

is always an endogenous phenomenon, as it stems from the agents' demand for a means of final payment – be it in the form of gold coins, paper money, or purely book-entry money. »

Dans ce raisonnement, tout part du fait que l'achat crée une dette pour l'acheteur, donc un besoin de moyen de paiement final : la monnaie est créée pour éteindre des dettes nées des besoins du commerce (et elle doit être créée par un tiers). L'idée que la finalité de la monnaie marchande serait le paiement des dettes est très discutable, puisque sa fonction première n'est plus le paiement des dettes de vie (comme c'était le cas pour les monnaies archaïques¹) mais des achats, lesquels peuvent être réglés comptant. L'existence même des paiements comptants est donc une objection à l'argument des auteurs. En effet, et ainsi que nous l'avons vu dans le premier chapitre avec David Graeber, la dette n'est qu'une des modalités de l'échange et ne se confond pas avec lui (au contraire, elle entretient avec lui un rapport toujours ambigu, risquant toujours de miner sa logique égalitaire). L'autre modalité est le paiement comptant, dont l'importance historique ne doit pas être sous-estimée.

Certes, l'anthropologue montre que l'échange marchand par la dette a historiquement dominé (*op. cit.*, p. 261-262) : c'est le modèle qui prévaut selon David Graeber dans la Haute Antiquité (3500 à 800 av. J.C. en Mésopotamie, Egypte, etc.) et au Moyen-Âge (600 à 1450 ap. J.C.), tandis que les monnaies métalliques, permettant les paiements comptants, ne dominent qu'au cours de l'Antiquité classique (ce qu'il nomme l'Âge axial, de – 800 à 600) puis de l' « Âge des grands Empires capitalistes (de 1450 aux accords de la Jamaïque en 1973). Mais remarquons que l'essor du marché correspond aux phases où la monnaie se substitue à la dette comme intermédiaire des échanges, en permettant les paiements comptants entre inconnus là où la dette repose sur la confiance bilatérale qui limite la sphère des échanges, ou sur une centralisation du crédit par une institution de type palatiale.

Par conséquent, la dette n'est pas la seule forme, ni même la forme privilégiée de l'échange, de sorte qu'affirmer que la monnaie est toujours créée pour payer des dettes nées des achats est tout à fait contestable. Mieux vaut simplement dire qu'elle

¹ Philippe Rospabé, *La dette de vie*, *op. cit.*

est créée avant tout pour répondre à la demande de moyens de paiement final (en une monnaie émise par un tiers institutionnel) pour solvabiliser une demande de biens dont l'achat pourra être réglé comptant... ce qui n'implique nullement que cette monnaie sera mise en circulation par le crédit.

2) *Mise en forme comptable et relation d'endettement*

a) *Dette et comptabilité : créditer un compte équivaut-il à créer un passif ?*

Argument des auteurs : les règles comptables font de la monnaie une dette

Réponse : il ne faut pas confondre la logique débit/crédit de la comptabilité en partie double et la logique actif/passif du bilan : la nature de la comptabilité n'impose pas de faire de la monnaie un passif – elle ne l'est d'ailleurs devenue qu'à une époque tardive

Mais les auteurs ont un autre plan d'argumentation, centré sur la nécessité d'une comptabilité sociale unifiée (p. 221) : « exchange as well as production requires a numerical system by which the value of these actions or transactions can be accounted ». Dans un passage partiellement coupé d'un extrait précédemment cité, les deux arguments (le besoin d'un moyen de paiement des dettes nées de l'échange, et le besoin d'une comptabilité sociale de ces moyens de paiement) s'entremêlent, puisque, juste après avoir énoncé la nécessité d'objectiver la valeur des dettes par un système social, les auteurs ajoutent (p.219) :

« In this respect, money is a social, numerical counter supplied by the banking system just as it is required [...]. This then means that any transaction, and a fortiori any payment, necessitates a bookkeeping system to record debt obligations and their final settlement. In bookkeeping terms, the creation of money is the means by which the banking system provides the economy with a number of money units that are debited and credited to the payer, respectively to the payee, who use them to exchange objects between them. »

Dès lors, le lien transhistorique entre monnaie et dette ne résiderait peut-être pas dans la relation que la monnaie doit régler (un hypothétique achat à crédit) ni dans son mode de mise en circulation (par un hypothétique prêt permettant au tiers émetteur d'être partie prenante de l'échange) mais dans la nature (implicite ou explicite

selon ses formes) de la monnaie, qui serait fondamentalement celle d'un registre comptable.

Or si tel est bien la thèse des auteurs, il y a sans doute là à nos yeux une confusion entre les opérations de débit-crédit (c'est-à-dire l'écriture comptable en partie double d'un transfert de valeur de compte à compte, notamment à l'occasion d'un paiement, effectué par le gestionnaire des comptes) et les opérations de prêt-emprunt (soit la mise à disposition provisoire d'un bien ou d'une somme d'argent avec obligation de restitution à terme) : les deux types d'opération sont logiquement distinctes, même si elles se confondent aujourd'hui dans le métier de banque, dans lequel la fonction de créditrice s'assimile à celle de créancier puisque la banque est à la fois gestionnaire des comptes et prêteur (de même que l'emprunteur, qui reçoit l'argent de la banque, est aussi un client de la banque qui gère son compte, sur lequel elle inscrit les sommes versées, de sorte qu'il est débiteur aux deux sens du terme : bénéficiaire du paiement et redevable d'une dette¹). Il est certes indéniable que la monnaie prend aujourd'hui la forme d'une créance sur la banque, et est mise en circulation par des prêts, mais il est aussi indéniable qu'il n'en a pas toujours été ainsi.

b) La nature endogène de la monnaie révélée par l'évolution de ses formes institutionnelles ?

Argument des auteurs : la monnaie est endogène de façon transhistorique, sa nature profonde se révèle petit à petit dans l'histoire par une mise en conformité de sa forme

Réponse : déduire la nature profonde de la monnaie de sa forme actuelle en relativisant tout contre-exemple antérieur relève d'une lecture téléologique de l'histoire monétaire

L'argument de nos auteurs se veut pourtant transhistorique, car fondé sur la *nature* de la monnaie et non sur sa *forme* actuelle, comme ils le répètent souvent, par

¹ En réalité, son relevé de compte dira au contraire qu'il a été crédité, donc qu'il est créditrice, car ce document est un extrait de la comptabilité de la banque (rédigé donc de son point de vue). La banque lui prête de l'argent qu'elle n'a pas (de sorte que le client est alors créancier de la banque) pour financer l'achat d'une créance (réciproque de la précédente) : ainsi, du point de vue de la banque, la valeur est prélevée sur le compte du client (c'est-à-dire sur un compte de dette envers les déposants), ce qui correspond comptablement à un crédit (le client est donc à la fois créancier et créditrice), et déposée sur le compte « créance client » (qui est débité, la banque étant donc débitrice aux deux sens du terme).

exemple p. 220 : « the changes in the material form of money cannot be taken as a proof of the evolution in its nature [...] (that is to say, conceptually) ». De même, après avoir expliqué qu'un comportement non-accomodant de la Banque centrale ne peut être considéré comme une preuve d'exogénéité partielle de la monnaie (p. 224), ils affirment : « Behaviour, however, cannot affect an ontological principle: the nature of money is a social relationship that results from "the law of debt" (Innes 1913), the material scaffold of the book-entry record being of no fundamental relevance at all for a conceptual analysis. » A toute époque et sous toutes ses formes, la monnaie est fondamentalement un registre comptable commun à toute la société, donc une relation sociale d'endettement (les auteurs expliquent par exemple qu'un certificat de dépôt ou un billet de banque n'est finalement rien de plus à l'origine qu'un extrait de comptabilité circulant dans le public). Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi ne nient pas l'évolution historique des formes de monnaie, mais ceci ne saurait selon eux concerner la nature même de l'institution¹. Dans leur optique, les étapes analysées par Victoria Chick ne correspondant pas à un processus d'émergence de l'endogénéité, mais à un processus de mise en conformité progressive du réel avec le concept de monnaie, avec sa nature profonde à laquelle les dispositifs sociaux successifs se conforment de plus en plus (p. 220) :

« the evolutionary argument made by Chick and Dow (2001) would not stand for a change in the meaning of concepts, but for an increasing degree of conformity between the working of the economic system and the endogenous nature of money. More precisely, a positive evolution can occur only if the practical structure of the (monetary) economic system is made to comply with the set of macroeconomic laws implicit in the bookkeeping nature of money and its relation with production and exchange (Cencini 2005, pp. 280–281). »

Estimer ainsi que l'évolution des formes de la monnaie témoigne de leur progressive mise en conformité avec sa nature profonde nous semble relever d'une

¹ Ainsi (p. 220) : « Even if we accept the view that our economic systems are part of a 'process of interdependent evolutionary change, a process which itself evolves' (Chick and Dow 2001, p. 712), this does not imply that in such an open, evolving, and complex system as the actual economy, money itself is evolving in nature (that is to say, conceptually), as Chick and Dow (2001, p. 710) maintain. »

lecture téléologique de l'histoire monétaire, fondée en outre sur une conception discutable de la nature profonde de cette institution qui serait nécessairement révélée au stade final (en réalité : au stade actuel) de son évolution. Pour notre part, nous considérons que la monnaie est susceptible, comme toute institution, d'évolutions que l'on jugera négatives car entrant en contradiction avec sa nature, sans que l'histoire mène toujours à un progrès. De plus, nous estimons, à l'inverse des auteurs, que c'est précisément l'endogénéisation de la monnaie sous sa forme de crédit bancaire qui est négative parce que contradictoire avec la nature de la monnaie, au moins en ceci qu'elle donne une durée de vie limitée à une institution permettant les échanges marchands dont la pérennité est au fondement de sa valeur, de sorte que l'horizon fini de la dette hypothèque l'indispensable horizon indéfini des échanges monétaires, ce qui menace en retour le paiement des dettes et l'existence de la monnaie (on y reviendra). Si une réforme inspirée du *100% Money* de Fisher est un jour adoptée par les Etats, nos auteurs en déduiront-ils qu'une telle transformation révèle la nature ultime de la monnaie, qui serait finalement exogène ? Ils répondraient sans doute qu'une telle réforme n'advientra jamais, parce qu'étant contraire à la nature endogène de la monnaie révélée par l'histoire, elle est à rebours de l'histoire, mais un tel raisonnement serait cyclique.

c) La monnaie est-elle toujours le passif de l'institution d'émission ?

Argument des auteurs : la monnaie est toujours le passif d'une institution d'émission

Réponse : la monnaie peut circuler sans être le passif de l'institution d'émission

Un autre argument au nom duquel on pourrait assimiler la monnaie à une dette consisterait à dire qu'elle constitue par définition le passif de l'institution d'émission, laquelle devrait nécessairement compenser ce passif en inscrivant une contrepartie comptable à son actif pour équilibrer son bilan. L'actif en question peut être une certaine quantité d'or ou de devises gardées en réserves, ou une créance, auquel cas la monnaie est mise en circulation par la dette : elle est donc endogène. Mais pourquoi considérer nécessairement la monnaie comme un passif de l'institution d'émission ?

Même en admettant l'hypothèse légèrement exagérée que la monnaie est toujours, au moins implicitement, une forme de registre comptable social (ce qui est

exagéré dans le cas des monnaies métalliques, dont les transferts ne sont pas comptabilisés autrement que par la détention des pièces, comme on l'a dit), pourquoi considérer que cette comptabilité relève de la dette ? Le fait qu'elle soit tenue par un tiers n'implique pas que celui-ci a prêté l'argent, ou qu'on le lui a prêté (ou plutôt, remis en dépôt, ce qui n'est pas tout à fait pareil) : les pièces d'or sont un parfait contre-exemple de cette hypothèse censée être transhistorique. Revendiquer la monnaie et en contrôler la création ne signifie pas nécessairement la reconnaître comme son passif, sa dette. Dans le cas des monnaies métalliques, les pièces ne constituent en effet pas un passif pour le souverain qui les émet.

d) *La monnaie est-elle « une dette de la banque sur elle-même » ?*

Argument des auteurs : la monnaie peut s'interpréter comme une dette de la banque envers elle-même

Réponse : la notion de créance sur soi-même n'a pas véritablement de sens, et fait abstraction des véritables liens d'endettement que la création endogène de la monnaie crée à double sens entre agents financiers et agents non-financiers

Dans le texte qu'il cosigne avec Virginie Monvoisin, Louis-Philippe Rochon avance encore une nouvelle hypothèse, à savoir que la monnaie est en fait une dette de la banque *sur elle-même* : « La monnaie représente la dette d'un agent économique sur lui-même qui circule dans l'économie, cet agent étant extérieur aux transactions économiques (car nul ne peut payer avec sa propre dette !). Dans nos sociétés modernes, la monnaie est une dette de la banque sur elle-même. »¹ L'expression « *dette sur* tel ou tel agent » nous semble impropre : on parle plutôt d'une *créance* sur quelqu'un ou d'une dette *envers* quelqu'un. Il serait donc plus exact de dire que nos auteurs considèrent la monnaie comme une créance de la banque sur elle-même, ou, ce qui revient au même, une dette de la banque envers elle-même. La question qui se pose, une fois clarifié ce point de détail terminologique, est la suivante : quel sens peut bien avoir l'idée qu'un agent a une créance sur lui-même, ou une dette envers lui-même ? Apparemment, aucun : la banque ne s'emprunte pas l'argent à elle-même ;

¹ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », art. cit., note 1 p. 170.

c'est le client qui lui emprunte l'argent et devient son débiteur. Mais puisque la monnaie prend ici la forme d'un dépôt non couvert, qui est assimilable à une créance sur la banque, alors le client est aussi, en un sens, créancier de la banque, en tant que déposant. Peut-être alors les auteurs suggèrent-ils que le client ne fait que s'insérer dans la créance de la banque sur elle-même comme un simple intermédiaire ? La monnaie serait donc une auto-dette, soit une créance de la banque sur elle-même (Figure 1) qui, pour circuler dans l'économie, suppose l'insertion d'un client dans cette boucle (Figure 2), ce qui laisse effectivement inchangé le montant de l'actif et du passif de la banque, puisque la création monétaire par le crédit bancaire revient à un échange de créances de même montant entre la banque et son client.

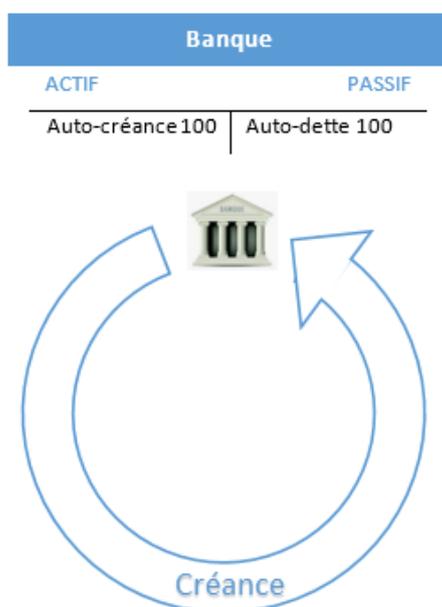


Figure 1 : la dette de la banque sur elle-même

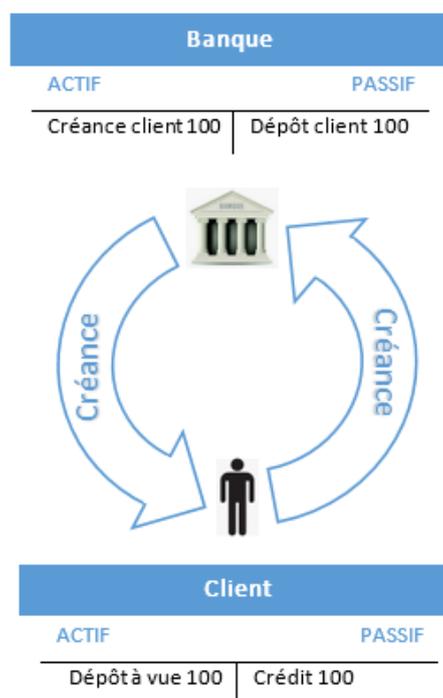


Figure 2 : le client s'insère dans la dette de la banque sur elle-même

On peut rapprocher le premier cas des billets de banque inconvertibles, passifs non-exigible, c'est-à-dire créance fictive que la Banque centrale tire sur elle-même, et qu'elle pourrait introduire dans la circulation en dehors de tout crédit (par exemple par l'achat d'or ou de devise, ou par attribution gratuite au Trésor) comme un extrait de sa

propre comptabilité interne servant d'instrument de paiement aux autres agents qui se l'échangent. L'auto-dette serait alors une pure fiction comptable, mais celle-ci justifierait l'émission d'un papier-monnaie pouvant par la suite circuler de main en main au fil des paiements en dehors de tout rapport d'endettement. Le cas de la monnaie scripturale reviendrait finalement au même, à ceci près que faute de support physique à la monnaie, le client devrait devenir un intermédiaire de l'auto-crédence de la banque afin d'être titulaire d'un dépôt.

Toutefois, même en ignorant le fait qu'elle repose sur la fiction absurde d'une auto-dette, cette approche a un défaut majeur : elle ne prend pas au sérieux l'apparition d'un bilan symétrique chez le client. Or celui-ci n'accède en réalité à la monnaie que par le crédit, et la dette qu'il doit contracter envers la banque n'est pas un simple tour de passe-passe comptable lui permettant de disposer des encaisses : elle fait peser sur lui une obligation de remboursement très concrète, ce que nous avons appelé le fardeau de la dette. Réciproquement, le dépôt qu'il détient désormais à la banque représente pour celle-ci une vraie contrainte de liquidité. A nos yeux, l'idée d'une « dette de la banque sur elle-même » n'a donc aucun sens. On pourrait d'ailleurs tout aussi bien inverser la lecture de la Figure 2 en postulant que la monnaie est une dette de l'agent non-financier sur lui-même (comme une forme d'engagement qu'il prendrait envers lui-même de ne pas dépenser plus que ce qu'il gagnera à l'avenir, soit une promesse de s'auto-rembourser), boucle dans laquelle s'insérerait la banque pour donner une validité sociale à cet engagement. Mais là encore, s'emprunter à soi-même de l'argent n'a pas véritablement de sens : en réalité, c'est bien envers la banque (et à travers elle, envers le système bancaire dans son ensemble, donc envers la totalité sociale) que l'agent s'engage, et réciproquement.

Le concept d'auto-dette ne trouve selon nous d'application empirique qu'au niveau de l'Etat, à condition de considérer la Banque Centrale comme un simple organe interne de ce dernier au même titre que le Trésor public¹ : dans ce cas, dès lors que la Banque Centrale achète des titres souverains ou accorde des avances au Trésor, c'est au

¹ En réalité, sa personnalité juridique lui confère formellement une autonomie et un patrimoine propre.

fond l'Etat qui s'octroie un prêt à lui-même pour créer la monnaie qu'il dépense. Mais ce cas est au fond tout aussi absurde : pourquoi ne pas permettre à l'Etat de créer de la monnaie sans contrepartie comptable pour financer ses dépenses, plutôt que de le contraindre à accumuler une auto-dette ? C'est ce que comprennent tous ceux qui, aujourd'hui, prônent l'effacement de la dette publique détenue par la Banque centrale, qui n'est au fond qu'une dette de l'Etat sur lui-même, soit un pur non-sens. Quoi qu'il en soit, l'interprétation de la dette publique détenue par la Banque Centrale comme une créance de l'Etat sur lui-même ne correspond pas au raisonnement postkeynésien, selon lequel la monnaie finance la production et non les dépenses publiques : il serait en effet compliqué de soutenir que la monnaie est endogène si elle est créée et mise en circulation par un prêt de l'Etat à lui-même...

Que ce soit avec la notion de « dette de la banque sur elle-même » ou avec les autres arguments que nous avons passé en revue, on peine à trouver une raison valable de tenir le lien entre monnaie et dette pour indispensable, et en déduire que l'endogénéité est intrinsèque à la nature de la monnaie. Chez Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, le modèle suppose que la monnaie est créée pour répondre au besoin de moyens de paiement exprimé par les agents en vue d'un règlement final des achats : la monnaie dérive ainsi de la demande de marchandises, mais contrairement à ce que soutiennent les auteurs, la dette n'y joue aucun rôle nécessaire. En outre, même le fait que la monnaie dérive uniquement de la demande de marchandise peut être discuté, comme nous allons le voir.

II/ La monnaie, un droit de tirage sur la production dont elle est une mise en forme comptable ?

Selon nos auteurs, la cause ultime de la dimension transhistorique de l'endogénéité réside dans le fait que la monnaie serait ontologiquement un droit de tirage sur la production réelle – et nous tenons là un nouveau sens du terme endogénéité, qui nous semble au fondement de tous les arguments évoqués précédemment. Pour Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, la monnaie est par nature une institution dont la fonction est de mettre en forme socialement la production en la reflétant dans l'ordre comptable. Or cela emporte des conséquences

macroéconomiques importante, car si cette hypothèse est valide, alors le volume de monnaie en circulation varie nécessairement en fonction de celui de la production sans risque de sur- ou de sous-émission : si la monnaie est un simple reflet comptable du produit courant, enregistrant les droits que les travailleurs ont sur lui, alors elle entre nécessairement dans l'économie par le financement des dépenses de production (le crédit aux entreprises), et disparaît lorsque cette production est écoulee et consommée (les recettes obtenues par la vente de la production permettant le remboursement du prêt, soit la destruction de la monnaie). La monnaie serait alors endogène non pas uniquement parce qu'elle *est effectivement* mise en circulation par le crédit bancaire, mais aussi, plus profondément, parce qu'elle *doit nécessairement* être ainsi émise pour financer la production et détruite lors de sa consommation. Autrement dit, la monnaie n'est pas seulement endogène *de facto*, elle l'est *de jure* : la création monétaire par le crédit bancaire n'est pas seulement un état de fait, c'est un état de nécessité, un ordre *naturel* – au double sens de *nécessaire* et *juste*. Il nous faut donc détailler cette conception de la monnaie, avant de la discuter – ce qui nous permettra, au chapitre suivant, d'interroger l'idée que la masse monétaire varie nécessairement en fonction du volume de la production.

1) *Une conception postkeynésienne de la monnaie comme reflet comptable de la production réelle*

Même si la question la théorie de la valeur est toujours assez implicite dans l'article (comme d'ailleurs souvent chez les postkeynésiens), elle apparaît en filigrane car elle est indissociable de la conception proposée de l'endogénéité, selon laquelle la monnaie se définirait comme le reflet de la production réelle. Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi semblent estimer que la valeur de la monnaie provient du fait que celle-ci est, quelle que soit sa forme historique, un droit de tirage sur la production en tant qu'elle est sa mise en forme comptable (« drawing right (that is, a financial claim) over produced output, as recorded by a bank. », p. 222). Cette hypothèse fondamentale est affirmée par les auteurs en des termes qui font le lien entre la nécessité d'un système comptable unifié, le caractère triangulaire de toute transaction et l'enracinement supposé de toute création monétaire dans la production (p. 223, nous soulignons) :

« the bank's double entry (in the goldsmith's ledger) is precisely the numerical measure of the transaction between non-bank agents A and B, because *the number of (x) money units issued by the bank, or the goldsmith, measures the value of the object exchanged between A and B.* » Le nombre d'unités monétaires émises par la banque mesure la valeur de l'objet échangé : autrement dit, la fonction de la monnaie est de conférer la forme d'une valeur à la production, *via* un système comptable socialement objectivé par un tiers. Si la monnaie est endogène, au sens de déterminée par la demande de manière à ce que son volume varie en fonction de celui de la production, c'est parce qu'elle est ultimement une mise en forme socialement objectivée de la production.

Tentons de synthétiser l'approche de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi (approche commune à de nombreux circuitistes et postkeynésiens) selon laquelle la monnaie n'est au fond qu'un moyen de financer et de permettre la circulation de la production. Cette conception n'est pas très détaillée dans le texte, mais essayons de reconstituer le raisonnement des auteurs, qui demeure en partie implicite, avant d'analyser diverses citations éparses qui vont dans ce sens, pour étayer notre interprétation. Le point de départ du raisonnement sous-jacent à la conception de l'endogénéité défendue dans l'article nous semble être le désir de biens : l'économie serait fondamentalement affaire de satisfaction des désirs humains pour des biens réels, par le moyen de la production mise en œuvre par les travailleurs, qui seuls peuvent faire valoir un droit dessus. Mais pourquoi dans ce cas a-t-on besoin de monnaie ? Ne peut-on pas plutôt répartir la production en nature directement entre les travailleurs qui l'ont produite ? Un tel fonctionnement ne permettrait pas les échanges, qui, comme on l'a déjà dit dans le premier chapitre, ne peuvent être que monétaires (le troc étant limité par la contrainte de double coïncidence des besoins, mais aussi par l'absence d'un étalon commun de la valeur qui rende les marchandises commensurables). Le présupposé nous semble donc être que la monétisation permet à la production de circuler *en dehors de l'entreprise*, d'être achetée et consommée par les travailleurs *d'autres entreprises* tandis que, réciproquement, ceux de l'entreprise considérée auront eux-mêmes accès à *d'autres productions* que la leur. Cela est possible parce que les entreprises donnent à leur production une forme monétaire, unifiée à l'échelle de la société entière, en

souscrivant des crédits auprès de banques intégrées à un unique système monétaire dont la Banque centrale assure la cohésion : c'est la dimension triangulaire de toute transaction que pointent Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi. Au fond, la monnaie est ce langage commun qui, créé par un système bancaire unifié, permet aux productions menées de manière décentralisée par des entreprises atomisées, de prendre une forme commune, donc de sortir des entreprises et de circuler entre tous les travailleurs d'une même communauté monétaire, ou, dit autrement, qui permet l'échange des productions rendu nécessaire par la division sociale du travail.

Ainsi, la production est la source du revenu, qui, ne pouvant être réparti sous forme réelle, doit être distribué sous forme monétaire : la monnaie n'est donc fondamentalement que la forme « revenu » de la production qui en permet la circulation (c'est pourquoi il ne peut y avoir de monnaie sans production¹). Par conséquent, il est logique que la création monétaire n'intervienne que pour *financer la production*², comme le rappellent Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi notamment en conclusion de leur article, donc en amont de la vente des produits, puisque c'est justement le versement des revenus issus de la production qui permettra ensuite aux agents économiques d'acheter et de consommer cette production en dépensant leurs revenus (p. 224): « the supply of money is demand-driven and is integrated in the real world through production, as this activity needs to be financed (as Keynes's 'finance motive' pointed out) before produced output can be sold on the goods market. »

¹ C'est également par l'intermédiaire du revenu que s'établit le lien intrinsèque entre monnaie et production selon Marc Lavoie : « [m]oney is introduced into the economy through the productive activities of the firms, as these activities generate income. There can be no money without production » (Marc Lavoie, « The endogenous flow of credit and the post Keynesian theory of money », *Journal of Economic Issues*, vol. 18, n° 3, 1984, p. 771 à 797, p. 774.).

² Dans une optique postkeynésienne, il n'y a pas de monnaie sans production, comme on l'a dit, mais pas non plus de production sans monnaie, puisque celle-ci est nécessaire non seulement pour faire circuler la production, mais aussi pour la mettre en œuvre (en payant des salariés). Ainsi que le résume Pascal Combemale : « La monnaie n'est pas seulement la condition de l'échange marchand, elle est d'abord la condition de la production. Voilà tout simplement ce que signifie économie monétaire de production : il faut de la monnaie pour produire. » (Pascal Combemale, *Introduction à Keynes*, Paris, La Découverte, 2010, « V. L'économie monétaire de production », p. 78 à 102, <https://www.cairn.info/introduction-a-keynes--9782707161024-page-78.htm>).

Cette réalité fondamentale a toujours été présente selon eux, quelle que soit la forme de la monnaie, l'apparition du système bancaire moderne ne faisant que la révéler et l'accomplir (conception de l'histoire monétaire qui peut sembler très téléologique), ce qui permet incidemment une meilleure compréhension de la théorie monétaire de la production de Keynes¹. Selon Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, l'évolution des formes de la monnaie au siècle dernier nous met désormais en situation de comprendre enfin qu'à toute époque et sous toutes ses formes (y compris métallique²), la monnaie a toujours été un *droit de tirage sur la production* (p. 222) : « gold or paper money, even in its earlier form of a goldsmith's certificate, is just the material representation of a bank deposit, and [...] the transmission of bank notes or goldsmiths' certificates between agents means, in fact, a transfer of the corresponding drawing right (that is, a financial claim) over produced output, as recorded by a bank. »

La monnaie est un droit de tirage sur la production, c'est-à-dire un droit du travailleur sur le fruit de son travail prenant la forme d'un signe comptable géré par un tiers (ce qui en assure l'objectivité sociale), lequel tiers l'émet pour financer la production (*via* le crédit aux entreprises), donc permettre la distribution des revenus aux travailleurs et, *in fine*, l'achat des produits par les agents sur le marché. Elle n'est donc qu'un moyen de faire circuler la production réelle tout en en réservant l'accès aux producteurs, c'est-à-dire aux salariés, car fondamentalement, pour nos auteurs postkeynésiens, la création monétaire par le crédit que la banque accorde à l'entreprise finance uniquement les salaires³. C'est par exemple ce qu'écrit Louis-Philippe Rochon dans le texte cosigné avec Virginie Monvoisin : « c'est [...] [le] besoin de financement qui suscite la création monétaire », or « ce financement est destiné uniquement à la

¹ P.224 : « The historical evolution of the banking system has been revealing and making plain what has always been the case in actual fact [...] [and allowing] a better understanding of Keynes's monetary theory of production. ».

² P. 221 : « the purchasing power of a gold coin, as with the purchasing power of any other form of money, stems from the association of money with production activities ».

³ C'est aussi ce qu'affirme l'école du circuit de Dijon-Fribourg constituée autour de Bernard Schmitt, comme le souligne Patrice Bouvet dans sa typologie des théoriciens de la monnaie endogène. L'école bordelaise du circuit constituée autour de Frédéric Poulon (qui prend en compte non seulement les salaires mais aussi les profits dans les revenus versés par les entreprises aux ménages) inclut pour sa part le financement de l'*investissement* dans les objets des crédits accordés aux entreprises, tout comme les néomarxistes ou régulationnistes. Patrice Bouvet, « Les théoriciens contemporains de la monnaie endogène : consensus et désaccords », *L'Actualité économique*, vol. 72, n° 4, 1996, p. 451 à 470, p. 466

production – il finance les salaires [...] Les autres crédits, à la consommation ou pour l'investissement, ne suscitent pas de création monétaire *stricto sensu*. »¹

De même, dans l'article de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, la production est le fruit du travail, qui confère donc un droit à la production, *via* le revenu, qui prend la forme monétaire du salaire (p. 222-223) : « a means of payment [...] has to be distinguished from the object of this payment, which is the result of labour, that is, the worker's effort that gives rise to a net output for the economy as a whole. » Les auteurs poursuivent en en déduisant que la valeur de la monnaie est toujours mécaniquement ajustée à celle de la production puisque la monnaie a été émise pour rémunérer les travailleurs de cette production et ne représente rien d'autre qu'un droit sur cette production (p. 223) :

« the number of money units resulting from the payment of production costs, namely the remuneration of the worker's effort, is the monetary form of a social product that is net for the whole economy and that defines money's purchasing power. In a sense, the goldsmith's certificates are worth x money units since they have been issued in the payment of factor costs for that very amount. »

Pour nos auteurs, la monnaie n'est acceptée comme moyen de paiement (des salaires puis des achats) que parce que les agents savent qu'elle représente une production effectivement réalisée, donc qu'elle est un *pouvoir d'achat* : la valeur de la monnaie est tout entière située dans le fait qu'elle garantit un droit d'accès aux biens effectivement produits. Cette idée que la monnaie ne fait que représenter ou anticiper la production, dont elle tire entièrement sa valeur (son pouvoir d'achat), est assez

¹ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », art. cit., p. 169. Il faut distinguer ce « financement initial » par création monétaire du « financement final » (financement de l'investissement par les entreprises *via* la collecte de l'épargne que les ménages ont placé dans des actifs financiers).

répandue chez les postkeynésiens¹ ou chez les circuitistes². Dans cette optique, la monnaie a une nature résolument véhiculaire : sa fonction est de véhiculer la production³, qui est l'objet véritablement visé par l'agent désirant à travers la monnaie.

La monnaie est donc nécessairement endogène, c'est-à-dire créée en fonction des besoins de la production, puisqu'elle doit refléter la production sans quoi elle n'aurait pas de pouvoir d'achat, faute de contrepartie contre laquelle s'échanger, et donc pas de valeur. Endogénéité et conception de la valeur de la monnaie sont donc profondément liées chez nos auteurs. Mais cette conception nous semble discutable, comme on va le voir.

2) La diversité des sources de création monétaire

Commençons par discuter l'idée que la monnaie n'entrerait dans l'économie que par le crédit aux entreprises (thèse qui nous semble concerner uniquement le système monétaire actuel, mais qui s'inscrit dans la vision transhistorique de l'endogénéité défendue par nos auteurs). Cette attribution de la création monétaire au seul crédit aux entreprises dans la théorie postkeynésienne de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi (ou de nombreux autres auteurs comme Virginie Monvoisin ou Frédéric Poulon⁴), n'est

¹ C'est par exemple proche de ce que dit Pascal Combemale dans son manuel d'introduction à Keynes : « La monnaie a de la valeur en tant que droit à valoir sur la production. Ce principe trouve son expression la plus nette dans les salaires : la monnaie versée aux salariés a pour contrepartie la production de ces mêmes salariés ; en la dépensant ils réaliseront les droits ainsi acquis », ou encore : « C'est la production de biens et de services qui justifiera *ex post* que cette monnaie ait été créée *ex ante*. La preuve : la valeur de la monnaie est déterminée par son pouvoir d'achat sur les biens et services produits, qui sont donc sa contrepartie réelle. La monnaie créée est une anticipation de la production à venir [...] si elle est vendue, la monnaie sera validée (la production aussi) [...] » (Pascal Combemale, *Introduction à Keynes, op. cit.*, « V. L'économie monétaire de production », p. 78 à 102).

² La conception (très particulière) de Bernard Schmitt s'en rapproche : « la monnaie s'enrichit périodiquement du pouvoir d'acheter les biens nouvellement produits, puis elle perd son pouvoir dans les achats finals. La monnaie circule, mais non son pouvoir d'achat, qui lui est constamment apporté par les productions réelles (en rémunération de leurs facteurs), puis retiré par les achats. » (Bernard Schmitt, *Monnaie, salaires et profits*, Paris, PUF, 1966, p. 12). L'auteur va donc jusqu'à estimer (*ibid.*, p. 10) : « Ainsi la véritable création monétaire n'est-elle pas, comme on le croit tout naturellement, le fait des banques, mais des entreprises de production ».

³ Le produit courant est « compris dans la monnaie comme dans une enveloppe » pour Bernard Schmitt (*Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris / Albeuve, Economica / Castella, 1984, p. 459).

⁴ Comme le montre par exemple le schéma du « circuit simplifié de la monnaie » proposé par Dominique Plihon (*La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, 2013 (2000), Chapitre III « La monnaie dans l'économie », § « Le circuit simplifié de la monnaie », Graphique 1 « Circulation de la monnaie dans l'économie », p. 42), l'approche macroéconomique de l'économie en termes de circuit monétaire fait des ménages les seuls détenteurs de dépôts bancaires, et, surtout, fait du crédit aux entreprises la seule

pas sans poser problème. On distingue en effet traditionnellement trois sources de la création monétaire : les créances sur l'économie (qui incluent les entreprises, mais aussi les ménages, que nos auteurs ignorent), celles sur l'Etat (également absentes de l'article) et celles sur le reste du monde (lequel est ultimement composé d'entreprises, de ménages et d'administrations publiques). La non-prise en compte par Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi des sources de la création monétaire autres que les prêts aux entreprises (donc l'évacuation du crédit aux ménages et de l'achat monétisé de titres d'Etat) tient à la conviction, partagée par les auteurs cités, que la monnaie n'est toujours créée que pour financer la production – donc les entreprises. Ceci nous semble contestable : pourquoi, en effet, considérer qu'un crédit octroyé à un ménage ne participe pas à la création monétaire ? Une telle thèse ne tient ultimement qu'à la conception normative de ce que doit être la monnaie et son lien à la production (comme on le verra dans la section suivante), car rien ne permet de la soutenir d'un point de vue comptable.

S'il est certain que la monnaie n'est créée et mise en circulation que par la dette et l'achat d'or ou de devises, l'imputation de la création monétaire à la dette de tel ou tel type d'agent (ou, inversement, l'imputation du financement de la dette de tel ou tel type d'agent à la création monétaire ou bien à une épargne préalable) ne relève selon nous jamais d'un constat factuel, d'une donnée certaine, mais d'une construction interprétative toujours en partie arbitraire, puisque le volume total des dettes excède celui de la monnaie. En effet, le bilan du système bancaire fait apparaître des créances et titres divers à l'actif, et des dépôts à vue (c'est-à-dire de la monnaie) et d'autres

source de la création monétaire. Deux pages plus loin, Dominique Plihon reconnaît que cette présentation schématique du circuit monétaire doit être complétée, et l'analyse des sources de la création monétaire (p. 44 à 47, notamment Tableau 5 p. 46) inclut trois contreparties : les « créances sur l'économie » (sans distinction, cette fois, des ménages et des entreprises), les « créances nettes sur l'Etat », et la « contrepartie extérieure ». L'exclusion des ménages, de l'Etat et du reste du monde dans le schéma s'explique donc par un souci de pédagogie, mais peut-on en dire autant de l'attribution de la création monétaire au crédit aux entreprises dans la théorie postkeynésienne de Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi ou Virginie Monvoisin, comme dans la théorie circuitiste de Bernard Schmitt ou dans celle de Frédéric Poulon ? Le schéma « poulonniste » (voir Frédéric Poulon, *Économie générale*, Paris, Dunod, 2008) comporte cinq pôles (banques, entreprises, ménages, Etat et Reste du Monde), mais, dans les flux mentionnés par l'auteur, seuls le financement net (noté F), soit la quantité de monnaie injectée par les banques dans les entreprises au cours de la période considérée, et le flux financier (noté L) entre les banques et le Reste du Monde dû au solde commercial, correspondent à de la création monétaire.

engagements divers au passif (capitaux propres, produits d'épargne, obligations...), mais l'attribution d'un élément particulier du passif (ici, les dépôts à vue) à tel ou tel élément de l'actif (la dette des entreprises, ou celle des ménages, ou celle de l'Etat) n'est pas une nécessité intrinsèque mais un choix ou une convention¹.

Ce choix peut s'appuyer sur divers arguments, comme le fait de rapprocher les passifs de court terme aux actifs de court terme, ou celui de considérer la monnaie comme une « créature de l'Etat » (position néochartaliste), ou bien comme un reflet comptable de la production (position circuitiste), ou encore comme un droit de tirage des travailleurs seuls (position postkeynésienne), mais il n'y a bien sûr aucune nécessité naturelle à considérer que la création monétaire finance exclusivement la dette de court terme, ou la dette de l'Etat, ou celle des entreprises, ou encore celle des ménages. On peut encore considérer que la création monétaire finance les dettes de chaque catégorie d'acteur à hauteur de leur part dans la dette totale (et donc, réciproquement, que chaque dette est financée pour partie par de la création monétaire et pour partie par de l'épargne préalable, en fonction du ratio dépôts / passif total du système bancaire) mais cela demeure *in fine* tout aussi arbitraire. Ce qui ouvre la possibilité de choix normatifs très libres en cas d'abolition du système d'argent-dette : comme nous l'expliquerons dans le dernier chapitre de la thèse, nous proposons d'utiliser la réforme des normes de la création monétaire pour effacer une part de la dette de l'Etat remplacée à l'actif du système bancaire par des réserves entières (ce qui revient à attribuer normativement à la dette publique la totalité de la création monétaire). Quoi qu'il en soit, attribuer la création monétaire au seul crédit aux entreprises nous semble une interprétation tout à fait discutable.

¹ Sans compter le fait que les emprunts financés par une épargne préalable et ceux qui le sont par création monétaire sont substituables (les banques peuvent titriser les créances pour les sortir de leur bilan, ou monétiser le rachat, sur le marché secondaire, d'obligations déjà émises), un banquier qui accorde un prêt à un ménage ou une entreprise ne se demande pas en pratique s'il dispose déjà de l'argent sous forme d'épargne ou s'il le crée pour l'occasion, ni, quand on lui rembourse un prêt, si cela nourrit une épargne ou détruit de la monnaie : il se contente simplement d'étudier la solvabilité des agents, et de s'assurer en fin de journée ou de mois que le bilan résultant des différents flux quotidiens respecte *in fine* certains ratios prudentiels. Dès lors, si une banque a 100 M€ de capital, 400 M€ d'obligations et 500 M€ de dépôts à son bilan, en face de 500 M€ de titres d'Etat, 300 M€ de crédit aux entreprises, et 200 M€ de crédits aux ménages, sur quelle base affecter tel actif à tel passif ?

3) Une conception instrumentale de la monnaie qui néglige sa dimension totémique

La position de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi appelle également une critique plus fondamentale, quoiqu'elle puisse paraître presque provocatrice : leur conception de l'endogénéité ne les conduit-elle pas à avoir une vision normative et finalement très instrumentale de la monnaie, paradoxalement analogue en un sens à celle des néoclassiques dont les postkeynésiens tiennent pourtant à se démarquer radicalement ? Considérer la monnaie comme un simple droit de tirage sur la production revient en effet à placer au point de départ de l'économie le désir de biens réels, plutôt que le désir de monnaie que des auteurs comme Michel Aglietta et André Orléan considèrent comme le véritable moteur de l'économie marchande. Ceci est ambigu d'un point de vue keynésien. En un sens, cela semble très conforme au discours de Keynes, qui condamne l'épargne et appelle à euthanasier les rentiers, conspu l'ascétisme de la morale victorienne et promeut un *ethos* de la consommation et de la jouissance, prône la dépense et combat la thésaurisation morbide, considère l'or comme une relique barbare, etc. Mais inversement, Keynes est l'auteur qui ne pense l'économie que de manière monétaire (rompant donc avec les néoclassiques, qui centrent leur analyse sur le désir de biens utilitaires dont l'échange est l'objet de leur modélisation), qui théorise le désir de monnaie pour elle-même (la préférence pour la liquidité, que n'ignorent pas les postkeynésiens), et qui identifie les motifs de thésaurisation (motif de transaction, de précaution et de spéculation) et prend au sérieux leur impact macroéconomique. L'approche de Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi ou Virginie Monvoisin se veut radicalement keynésienne, mais en préférant se concentrer sur la demande de monnaie pour motif de financement, elle semble faire de la monnaie un instrument parfaitement fonctionnel au service exclusif de la production.

N'étant selon la théorie révolutionnaire de l'endogénéité que le pur reflet comptable de la production réelle, qui détermine entièrement sa valeur, la monnaie devient presque un simple voile sur l'économie. Evidemment, la véritable théorie du voile monétaire veut que la monnaie soit neutre, au sens où les variations de son volume n'influent aucunement sur les variables réelles, mais uniquement sur les prix : c'est donc l'opposé de la thèse postkeynésienne, qui exclut au contraire tout impact d'une

variation de la masse monétaire sur le niveau des prix (on y reviendra). Mais il est troublant de constater que ces deux approches très opposées se rejoignent sur l'importance exclusive accordée aux biens réels. En effet, en tant que superflue chez les néoclassiques, ou en tant qu'endogène chez les postkeynésiens (c'est-à-dire déterminée par le besoin de biens réels dont elle sert à financer la production), la monnaie n'est pas véritablement envisagée comme désirable en elle-même, comme une source de prestige ou de pouvoir tout autant que de richesse ; au contraire, elle est fondamentalement réduite à un moyen d'accès aux richesses réelles, et n'est donc considérée que dans sa dimension instrumentale. Cette conception de la valeur de la monnaie n'est d'ailleurs pas propre à Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, comme nous avons essayé de le montrer dans la section précédente : elle nous semble au contraire assez répandue, en particulier chez les postkeynésiens ou les circuitistes¹, mais aussi, sous une forme proche, chez d'autres auteurs² : tous ceux, au fond, qui entendent cantonner la monnaie à sa fonction « véhiculaire » à l'exclusion de toute fonction « patrimoniale » pour reprendre les termes de Jonathan Massonnet³, c'est-à-dire tous ceux qui considère d'une manière ou d'une autre que la monnaie n'a pas vocation à être conservée dans le patrimoine des individus comme une forme de richesse à part entière, mais doit toujours finir par s'effacer derrière les biens réels qu'elle permet simplement

¹ Y compris chez le circuitiste non-kenésien Bernard Schmitt, selon qui « l'information centrale de la théorie monétaire » est que « toutes les opérations monétaires sont *réelles*, la monnaie étant la forme des opérations et non leur objet, produit ou titres au produit. » La monnaie n'est donc pas un « bien final » en soi, désirable en lui-même en tant qu'objet de valeur, elle n'est que la mise en forme de la production : dès lors, son transfert ne permet pas des paiements finaux qui ne sont assurés que par le remboursement des crédits et la destruction de la monnaie : « le paiement *final* en monnaie est une impossibilité formelle ». Bernard Schmitt, *La France souveraine de sa monnaie*, Paris, Economica, 1984.

² Comme par exemple Jean Cartelier, qui admet lui aussi que la valeur de la monnaie repose uniquement sur le fait qu'elle est *convertible* en biens réels, même si la monnaie est à ses yeux une créance non pas sur la production mais sur la richesse sociale que les règles du système des paiements instituent comme base au monnayage (le métal précieux ou bien le capital, c'est-à-dire les titres financiers). Dès lors, la monnaie doit disparaître en fin de cycle lors de la résolution des soldes monétaires pour permettre la répartition de la richesse réelle (Jean Cartelier, *La Monnaie*, *op. cit.*).

³ Jonathan Massonnet, « Réflexions sur la nature médiatrice de la monnaie », *Revue Interventions économiques* [En ligne], n° 59, 1 janvier 2018 (<http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/3886>, consulté le 4 janvier 2020).

de véhiculer. Une telle vision nous semble normative¹, et procède d'une réduction instrumentale de la monnaie.

On objectera que si Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi semblent réduire la monnaie à un simple moyen d'accès aux richesses réelles dans leurs analyses de l'endogénéité, ils la placent tout de même au fondement de l'ordre marchand puisqu'ils n'admettent d'économie que monétaire². Toutefois, elle n'en est pas moins réduite à un formalisme, un code social : une simple mise en forme comptable des rapports économiques. Or, c'est à nos yeux une conceptualisation trop univoque, fonctionnelle, de la nature de l'institution monétaire. Nous insistons pour notre part sur l'ambivalence de la monnaie, telle que l'ont mise en lumière Michel Aglietta et André Orléan : la monnaie est certes une forme commune des transactions, un formalisme partagé (rituel dans les sociétés archaïques, comptable et légal aujourd'hui), soit un langage de la valeur qui unit une communauté monétaire et donne un sens partagé, objectif³, aux interactions bilatérales de ses membres, permettant ainsi la circulation des biens réels en tant que marchandises ; mais elle est aussi un bien privé, transférable et doté d'un pouvoir d'achat accaparable et accumulable. La monnaie n'est pas, ou pas uniquement, la mise en forme d'un désir de biens réels dans un langage commun (comme l'est le *prix*, permis par la fonction d'unité de compte de la monnaie), elle est aussi elle-même un bien de valeur, désiré en tant que tel⁴. Cette ambivalence fondamentale permet seule

¹ Selon Jonathan Massonnet, la vision « patrimoniale » de la monnaie serait contraire à « la Logique » (que l'auteur écrit avec une majuscule), et de cette erreur viendraient toutes les « pathologies » de l'économie... Un tel vocabulaire semble dénoter une conception fonctionnaliste de l'institution monétaire : les déséquilibres économiques ne viendraient pas de l'ambivalence intrinsèque de la monnaie, mais de la méconnaissance ou de la négation de sa nature (l'institution, stable et fonctionnelle par nature, serait malheureusement dévoyée). C'est au fond une vision normative.

² Tout comme le circuitiste Frédéric Poulon (*op. cit.*), ou les marxistes Carlo Benetti et Jean Cartelier (*Marchands, salariat et capitalistes*, Paris, François Maspéro, 1980), qui placent la monnaie au cœur de leur modélisation puisque leurs modèles respectifs (le circuit ou la matrice des paiements) formalisent la circulation des *flux monétaires* et non celle des *biens* comme le font les néoclassiques.

³ Au sens de : *objectivé* pour les autres membres de la communauté.

⁴ Notons que Jonathan Massonnet, disciple de Bernard Schmitt, reproche à Michel Aglietta et André Orléan une approche « dichotomique » (*art. cit.*). Là où lui voit le revenu comme un signe linguistique dont le signifiant serait la monnaie et le signifié serait le produit courant, ces auteurs posent la monnaie comme un objet concret en tant que tel, un actif à part entière, qui prend place face aux biens et dessine alors, selon Jonathan Massonnet, une sphère monétaire opposée à la sphère réelle. A cette conception « patrimoniale » de la monnaie, l'auteur oppose une conception « véhiculaire » : la monnaie n'étant que le *véhicule* du produit courant des entreprises, elle ne peut pas être à ses yeux un des *termes* de l'échange. La portée heuristique d'une telle conception nous paraît discutable : réduire la monnaie à un signifiant du

de comprendre l'incroyable fréquence des crises monétaires et financières qui jalonnent l'histoire de la monnaie.

A l'inverse, la vision de la monnaie comme un droit de tirage (un droit sur des biens, constituant donc nécessairement pour autrui une *obligation* de céder ces biens, soit un affect triste), plutôt que comme un pouvoir d'achat (un concentré de valeur suscitant le *désir* des commerçants qui sont prêts à céder *librement* des biens pour acquérir cette somme d'argent porteuse d'un affect joyeux), rappelle la conception (à nos yeux métaphorique) de la monnaie comme créance sur la société chez Simmel. Pour notre part, comme nous l'avons déjà dit, nous ne considérons pas la monnaie comme une créance sur les biens ou un droit de tirage sur la production, mais comme un objet totémique, un concentré de valeur, porteur d'un simple *espoir* d'accès aux biens reposant sur la confiance dans le *désir* unanime de monnaie, et non sur une *obligation* pour autrui de fournir un bien analogue à l'obligation de rembourser qui pèse sur un débiteur. Cet espoir d'accès aux biens en échange de monnaie peut donc être *déçu*, par exemple en cas de pénurie ou de forte inflation érodant le pouvoir d'achat de la monnaie, sans qu'aucun agent ne manque à une supposée obligation de remboursement en nature ou de fourniture de biens.

Cette discussion « ontologique » sur la nature de la monnaie emporte des conséquences normatives. Briser l'encastrement de la monnaie dans le marché du crédit (une piste de réforme que nous suggérerons en fin de thèse) semble en effet impossible dans l'approche de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi : une telle proposition est d'ailleurs explicitement refusée par certains postkeynésiens ou circuitistes tenants d'une conception exclusivement véhiculaire de la monnaie, comme Virginie Monvoisin

produit courant est à nos yeux une erreur, car elle constitue en réalité un totem, incarné dans un objet concret ou social (ou plutôt une série d'objets, puisqu'il s'agit d'un totem fragmenté), et désiré en lui-même. De même, le reproche adressé à Michel Aglietta et André Orléan, accusés de défendre une vision dichotomique de l'économie, est contestable : en réalité, si la monnaie existe effectivement selon eux *face* aux biens comme un objet distinct susceptible d'être accaparé par les agents, et non comme un simple reflet formel, une pure formalisation comptable des biens, ces auteurs n'en considèrent pas moins (ainsi que Jonathan Massonnet l'admet lui-même) que la valeur marchande ne préexiste pas dans les biens réels comme une substance, mais naît de la mise en rapport de la monnaie et des biens réels dans l'échange. Par conséquent, il n'est pour eux d'économie que monétaire, et de valeur marchande qu'institutionnelle (non pas bien sûr au sens où les prix seraient administrés, mais au sens où la valeur n'explique pas le prix comme un déterminisme naturel sous-jacent, mais se confond tout entier avec lui).

qui signe en 2016 une tribune opposée au « *100% Money* » de Fisher¹, ou Jonathan Massonnet qui publie en 2018 un article contre l'initiative « monnaie pleine »² dans une optique schmittienne³. En réalité, nombre d'économistes pourtant hétérodoxes s'opposent à une réforme de la création monétaire rompant avec l'endogénéité : une partie de cette résistance s'explique peut-être par une conception de la monnaie comme droit de tirage sur la production.

Au-delà du caractère endogène de la monnaie, c'est la conception monétaire de l'économie qui est elle-même en jeu, car la mise en place d'une monnaie exogène apparaît comme une régression anti-keynésienne renouant nécessairement avec une approche « dichotomique » de l'économie. En effet, les auteurs postkeynésiens mettent l'endogénéité de la monnaie (et la notion d'incertitude) au centre de l'opposition radicale entre leur approche et celle des néoclassiques (et des néokeynésiens)⁴. Chez Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, la thèse néoclassique « de la neutralité de la monnaie et de la dichotomie entre le monétaire et le réel » est ainsi assimilée à

¹ Virginie Monvoisin, « Interdire aux banques de créer de la monnaie ? Un remède pire que le mal... », *Alternatives Economiques*, 22/09/2016, <https://www.alternatives-economiques.fr/interdire-aux-banques-de-creer-de-la-monnaie-un-remede-pire-que-le-mal/00012204> (consulté le 09/10/2019).

² Proposée en Suisse pour couvrir à 100 % les dépôts à vue par des réserves entières à la Banque centrale (qui se verrait ainsi dotée du monopole de la création monétaire), la monnaie devant en outre être mise en circulation non plus par le crédit ou la monétisation de l'achat des créances, mais par dotation sans contrepartie à l'Etat ou aux citoyens (rompant le lien entre monnaie et dette). Jonathan Massonnet, « L'initiative "Monnaie pleine" et la notion de création en économie », *Le Temps* (Suisse), 04/06/2018, <https://www.letemps.ch/economie/linitiative-monnaie-pleine-notion-creation-economie>, consulté le 24/04/2020. L'article conclut : « En interdisant aux banques d'émettre de la monnaie, Monnaie pleine interdit d'associer la monnaie et la production et, à la place, demande à la Banque nationale suisse d'émettre une chose totalement creuse, d'où le constat qu'elle repose sur des bases trop fragiles. A l'inverse, les opposants de l'initiative évitent une vraie discussion, d'économie politique, sur les réformes structurelles (Faudrait-il par exemple limiter l'émission monétaire à la rémunération du travail?) à mettre en œuvre pour stabiliser durablement le système économique. » On voit donc que la conception véhiculaire de la monnaie défendue par l'auteur est en réalité normative.

³ Chez Bernard Schmitt, la monnaie n'est pas simplement un actif sur compte courant, mais aussi le passif qui lui a donné naissance, donc nécessairement un « actif/passif » et non un « actif net », contrairement au revenu : « Les revenus sont formés par l'« injection » du produit (de la période) dans la monnaie ; il est vrai que la monnaie *bancaire* est émise dans la même opération ; elle entraîne la naissance simultanée d'un *crédit* et d'un *débit* envers les banques (de dépôt) créatrices : la monnaie émise est donc à la fois positive (chez les titulaires de revenus) et négative (dans les entreprises). La seule grandeur « nettement positive » est le *revenu*, défini par le produit physique et non la monnaie, qui n'en est que la forme. » (Bernard Schmitt, *La France souveraine de sa monnaie*, *op. cit.*). L'idée d'une monnaie libre de dette n'a donc pas de sens dans une telle conception.

⁴ Marc Bousseyrol, « John Maynard Keynes, le père de la macroéconomie moderne », in Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot (dir.), *L'économie postkeynésienne*, *op. cit.*, Chapitre I, p. 15 à 34, §3 « Une analyse novatrice de l'économie monétaire de production et de l'inflation », p. 23 à 26.

l'« exogénéité de la monnaie aux phénomènes réels »¹ ; la théorisation de l'endogénéité reviendrait au contraire implicitement à abolir, à la suite de Keynes, la dichotomie entre une sphère monétaire et une supposée sphère réelle, pour penser à la place une « économie monétaire de production » (concept central pour les postkeynésiens). Autrement dit, un partisan d'une conception d'emblée monétaire de l'économie ne pourrait être que favorable à l'endogénéité de la monnaie, quand un partisan de l'exogénéité ne peut être qu'inspiré par une vision dichotomique de l'économie, opposant stérilement le monétaire et le réel.

Ce raisonnement procède en réalité d'une confusion entre analyse positive et normative. Rien n'impose en effet d'assimiler la vision monétaire de l'économie à la promotion de l'endogénéité de la monnaie, ou réciproquement de confondre la vision dichotomique de l'économie et la promotion de l'exogénéité. Il est d'ailleurs tout à fait possible de faire précisément l'inverse : admettre pleinement, d'un côté, qu'il n'est d'économie de marché que monétaire, que la valeur n'a pas de réalité substantielle intrinsèque aux biens réels mais est toute entière instituée par la monnaie, que la monnaie n'est pas neutre, que la demande de monnaie est profondément liée à l'incertitude radicale, etc., mais prôner, d'un autre côté, l'abolition de l'argent-dette, donc de l'endogénéité au sens strict. C'est d'ailleurs dans cet esprit que nous évoquerons le *100% Money* en fin de thèse, c'est-à-dire dans une vision profondément keynésienne de la proposition fishérienne.

Conclusion

La théorie révolutionnaire de l'endogénéité pense que le lien entre monnaie et dette, loin d'être historiquement construit, est de nature ontologique, et que la monnaie a toujours été endogène, ses formes successives ne faisant qu'exprimer toujours plus adéquatement cette nécessité transhistorique. Nous avons tenté de répondre aux divers arguments qui soutiennent cette thèse audacieuse : l'idée que le tiers institutionnel qui émet la monnaie est nécessairement le créancier des agents, que la monnaie sert à régler des dettes nées de l'échange, qu'elle est liée à la comptabilité en partie double

¹ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », art. cit., p. 166.

qui serait intrinsèquement affaire de dette, ou encore qu'elle serait nécessairement le passif de l'institution d'émission ou une dette de la banque sur elle-même. Mais la thèse repose ultimement sur une certaine conception de la monnaie comme droit de tirage des travailleurs sur la production dont elle n'est que le reflet comptable, ce qui expliquerait qu'elle entre dans l'économie *via* le crédit aux entreprises. Cela nous semble contestable : outre le fait que le crédit aux entreprises n'est pas la seule source de création monétaire et ne finance pas toujours la production, il nous semble qu'une telle vision cantonne la monnaie à sa dimension véhiculaire en excluant toute dimension patrimoniale, ce qui nie l'ambivalence intrinsèque de cette institution. Après avoir déconstruit l'idée que l'endogénéité procéderait de la nature même de la monnaie, il nous faut à présent nous interroger sur ses effets macroéconomiques.

Chapitre IV – Le rôle régulateur ou perturbateur de la monnaie et du crédit dans une économie monétaire de production

Comme nous l'avons vu au chapitre précédent, Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi considèrent que la monnaie est par nature endogène, en tant qu'elle est une simple mise en forme comptable de la production : dès lors, dans une économie moderne, elle ne peut selon eux être mise en circulation que par le crédit aux entreprises pour financer cette production. Notons que nous avons là l'explication d'une position originale et radicale défendue par les postkeynésiens : la réfutation de toute possibilité de surémission, et donc de toute cause monétaire à l'inflation. En effet, si la monnaie n'est qu'un droit de tirage sur la production émis par le système bancaire *via* le crédit aux entreprises pour que celles-ci rémunèrent les travailleurs, alors il est impossible d'émettre trop de monnaie, c'est-à-dire de créer des droits de tirage ne correspondant à aucune production. Ainsi, Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi estiment qu'il n'y a *jamais* d'excès d'offre de monnaie (p. 224) : « there can never be an excess supply of money »¹. L'offre de monnaie ne peut que s'adapter parfaitement à la demande qui la détermine, de sorte que la perte de valeur de la monnaie (l'inflation) ne peut jamais provenir d'une surémission : la valeur de la monnaie correspond toujours parfaitement à celle de la production puisqu'elle n'est émise que pour la représenter, afin de la financer, la répartir et la faire circuler.

L'inflation demeure bien sûr une possibilité, attestée par de nombreux exemples historiques, mais dans la conception révolutionnaire de l'endogénéité, elle s'explique toujours par des causes extra-monétaires (même en cas d'hyperinflation, qui n'est pas à leurs yeux un phénomène monétaire²). Cette thèse, symétrique absolu de la théorie

¹ Les auteurs se réfèrent ici à Nicholas Kaldor, *The Scourge of Monetarism*, *op. cit.*

² Dans l'article de L.-P. Rochon et S. Rossi, la note 24 p. 224 précise : « As some post-Keynesians argue, even during periods of hyperinflation price increases are not caused by excess money growth. In this respect, Camara and Vernengo (2001) argue for instance that hyperinflation is not a monetary phenomenon, but finds its origins in foreign crises. In Germany, for instance, hyperinflation during 1920–1923 was caused by the imposition of reparations and devaluation. [...] » [Alcino Camara-Neto et Matias Vernengo, "The German balance of payment school and the Latin American neo-structuralists", in L.-P. Rochon and M. Vernengo (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham et Northampton, Edward Elgar, 2001, p. 143 à 159].

quantitative selon laquelle l'inflation a toujours pour unique cause une surémission monétaire, est parfaitement résumée par les postkeynésiens Sébastien Charles et Jonathan Marie¹ : « la quantité de monnaie ne détermine pas les prix ; ce sont l'activité et les termes du conflit de répartition qui le font. » Comme l'expliquent ces économistes, le conflit de répartition s'exerce entre les salariés, dont la capacité à obtenir des augmentations de salaire dépend de leur pouvoir de négociation (donc de conditions institutionnelles : puissance des syndicats, droit du travail, taux de chômage...), et les apporteurs de capitaux, qui veulent préserver voire améliorer leurs profits, poussant les entreprises à augmenter le taux de marge, c'est-à-dire, quand elle ne peuvent diminuer les salaires, à augmenter les prix à mesure de leur pouvoir de marché². L'inflation ne s'explique donc pas par la surémission monétaire.

De même, si la quantité de monnaie en circulation répond toujours exactement aux besoins de la production et ne détermine pas les prix, alors la déflation n'est jamais un phénomène proprement monétaire (pas même en partie). La possibilité d'une chute des prix et de l'activité jusqu'au sous-emploi n'est bien sûr pas exclue (c'est d'ailleurs sa théorisation qui a fondé l'approche keynésienne lors de la Grande Dépression), toutefois un tel phénomène s'expliquerait non par un manque de monnaie en tant que tel, mais par la faiblesse du niveau de la production mise en œuvre. Précisons que cette faiblesse ne doit rien à un quelconque manque de monnaie (puisque c'est le niveau de la production qui détermine celui de la masse monétaire, et non l'inverse) : elle s'explique par l'insuffisance de la demande globale, qui seule détermine le niveau de la production mais dont rien n'assure *a priori* qu'elle garantisse le plein-emploi et la stabilité des prix (notamment du fait de la fragilité intrinsèque du niveau de la confiance en situation d'incertitude radicale). Les postkeynésiens admettent donc qu'une économie monétaire de production est marquée par une forte instabilité potentielle, mais pour les partisans

¹ Sébastien Charles et Jonathan Marie, « L'inflation comme rapport social », in Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot (dir.), *L'économie postkeynésienne*, op. cit., Chapitre X, p. 184 à 200, p. 185-186.

² Ainsi, par exemple, la forte inflation des Trente Glorieuses s'explique par la violence du conflit de répartition attisée par l'importance du pouvoir de marché des entreprises dans un régime de concurrence oligopolistique et du pouvoir de négociation des salariés dans une période de taux de syndicalisation élevée, de droit du travail protecteur et de plein-emploi.

de la théorie révolutionnaire de l'endogénéité, cette instabilité ne peut pas avoir de cause proprement monétaire.

Une telle conception de la macroéconomie semble paradoxale : d'un côté, elle revendique la centralité de la monnaie dans le fonctionnement de l'économie, comme on l'a déjà dit ; d'un autre, elle fait de la masse monétaire une variable passive, excluant *a priori* tout effet déstabilisateur directement attribuable à ses variations. En tant qu'endogène (au sens qu'ils donnent à ce terme : celui d'une monnaie née de la production sur laquelle elle n'est qu'un simple droit de tirage), la création monétaire est toujours fonctionnelle et jamais perturbatrice. Cette position peut être analysée comme le contrepied total de celle d'Irving Fisher, puisque celui-ci estime à l'inverse – on y reviendra – que les variations de la masse monétaire peuvent constituer un très puissant facteur d'instabilité, et explique ces perturbations précisément par l'endogénéité de la monnaie (au sens cette fois que nous donnons au terme, à savoir : l'encastrement de la création monétaire dans un rapport d'endettement noué sur un marché décentralisé, qui fait de la monnaie une marchandise produite par la rencontre d'une offre et d'une demande potentiellement instables, affectées notamment, on le verra, par les variations du niveau général des prix qu'elle co-détermine elle-même). Nombre d'auteurs rejoignent comme nous la position de Fisher¹, mais pas Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, selon qui la mise en circulation de la monnaie par le crédit, loin d'être contingente et potentiellement dysfonctionnelle, procède de sa nature profonde (la monnaie comme signe comptable représentant exactement les biens réels produits, car destinée uniquement à en faciliter la circulation) et est dès lors gage de stabilité.

Nous touchons là au cœur de la dimension normative de la théorie révolutionnaire de l'endogénéité : celle-ci n'est pas seulement analysée par nos auteurs comme un fait, mais aussi comme un bienfait ; non pas seulement comme une réalité ontologique mais aussi comme un idéal macroéconomique, porteur de vertus

¹ Par exemple, dans le débat français actuel, Gaël Giraud, Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne, qui écrivent : « C'est d'ailleurs une des idées importantes [...] que nous partageons avec Adair Turner notamment : la masse monétaire compte », d'un point de vue quantitatif comme qualitatif (« la quantité et la destination de la masse monétaire doivent être pensées simultanément »). Nicolas Dufrêne, Alain Grandjean et Gaël Giraud, « Réponse aux critiques de Henri Sterdyniak sur le livre *La Monnaie Ecologique* », 24 novembre 2020 (note publiée sur <https://alaingrandjean.fr/2020/11/24/reponse-aux-critiques-de-henri-sterdyniak-livre-monnaie-ecologique/>, consulté le 10/12/2020)

stabilisatrices puisqu'un tel mode d'émission est supposé empêcher toute inflation ou déflation d'origine proprement monétaire. Cela explique certaines prises de positions : ainsi, si circuitistes ou postkeynésiens s'opposent souvent à l'idée d'une monnaie exogène (par exemple sous la forme de l'hélicoptère monétaire, ou du « 100% Money » dont nous avons vu qu'il rencontre l'hostilité du circuitiste Jonathan Massonnet comme de la postkeynésienne Virginie Monvoisin), c'est ultimement parce que la mise en circulation de la monnaie par le crédit aux entreprises leur semble être le moyen d'assurer que *la masse monétaire s'ajuste automatiquement à la production*, excluant toute cause monétaire aux variations du niveau des prix et de l'activité. C'est cette théorie que nous devons discuter dans ce chapitre, mais avant le faire, commençons par interroger sa portée historique.

Rappelons en effet que la conception « révolutionnaire » de l'endogénéité que Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi défendent contre la position « évolutionnaire » se veut transhistorique, et indépendante des formes institutionnelles de la monnaie : la monnaie aurait toujours été endogène (au sens très particulier qu'ils donnent à ce terme). Or l'on sait qu'elle n'a pas toujours été mise en circulation par le crédit aux entreprises, dont les auteurs font pourtant le mécanisme assurant qu'elle corresponde à un droit de tirage sur la production (n'entrant dans le circuit économique que pour la financer et n'en sortant, *via* les remboursements, que lorsque la production a été consommée). Cependant, le déplacement du concept d'endogénéité effectué par Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi leur permet de « sauver » son aspect transhistorique, de manière assez cohérente : il s'agit en effet moins d'un élargissement de la définition risquant d'en diluer la portée heuristique que d'un resserrement théorique sur les causes et les effets de la mise en circulation par le crédit. Que la monnaie entre dans l'économie par des prêts ne nous dit en effet pas grand-chose en tant que tel : il s'agit donc d'en comprendre la cause (à savoir, à leurs yeux, le fait que la monnaie reflète toujours par nature la production), et d'en mesurer les conséquences sur le fonctionnement du système économique (à savoir, selon eux, le fait que la masse monétaire varierait toujours en fonction du niveau de la production sans causer aucune

perturbation sur les prix ou l'activité). Or il est possible que la même cause première produise les mêmes effets sans passer par la même médiation.

Ainsi, la monnaie pourrait être dite endogène de manière transhistorique pour la raison que, en vertu de la même *cause* qui fait qu'elle est aujourd'hui créée par le crédit (à savoir le fait que la monnaie soit un pur reflet comptable de la production), elle adopterait le même comportement et provoquerait le même *effet* (l'ajustement automatique de la masse monétaire au niveau de la production) aux époques antérieures, mais en passant par d'autres *médiations* que le mécanisme actuel (la mise en circulation par le crédit aux entreprises pour financer la production). Tel nous semble être le sens ultime que les auteurs donnent au terme d'endogénéité : ainsi conçue, la notion est en effet indépendante du mécanisme concret du crédit bancaire, qui ne serait au fond que le mécanisme *contemporain* d'ajustement spontané de la masse monétaire aux besoins réels de l'économie, ajustement qui serait quant à lui *transhistorique* car ultimement fondé sur un argument ontologique, puisque sa cause fondamentale serait liée à la nature même de la monnaie comme reflet comptable de la production.

Nous avons déjà discuté cet argument ontologique à la fin du chapitre précédent, mais disqualifier la supposée cause fondamentale d'un effet ne suffit pas à disqualifier cet effet lui-même : la question de savoir si la masse monétaire s'ajuste toujours de manière fonctionnelle au niveau de la production, ou si ses variations sont au contraire un potentiel facteur de déstabilisation des prix et de l'activité économique, ne peut se résoudre par un débat purement théorique sur la nature de la monnaie. Il faut ici dépasser l'ontologie sociale pour entrer davantage dans la macroéconomie, en discutant non plus la cause fondamentale d'une prétendue autorégulation de la création monétaire, mais les différents mécanismes d'ajustements concrets qui assurent ou non son effectivité, et en les soumettant à l'analyse historique.

Pour contester l'hypothèse selon laquelle la monnaie est toujours mise en circulation dans des proportions répondant parfaitement aux besoins du commerce, nous commencerons par étudier des exemples historiques de sur- ou de sous-émission s'avérant très déstabilisateurs pour l'économie. Puis nous tenterons d'en tirer des conclusions théoriques, en particulier sur les raisons qui font que la mise en circulation

de la monnaie par la dette dans un système de crédit décentralisé n'est pas un gage d'autorégulation de la création monétaire. Dans un troisième temps, nous détaillerons les mécanismes précis de l'instabilité de la monnaie de crédit mis au jour dans la première moitié du XX^e siècle par des économistes comme Wicksell et Fisher – ce dernier montrant même que l'endogénéité peut détruire entièrement la monnaie et l'économie sous l'effet d'une spirale désendettement-déflation. Nous tenterons de montrer en annexe que cet enjeu central est largement passé au second plan dans les débats macroéconomiques de la seconde moitié du XX^e siècle, que ce soit chez les postkeynésiens ou chez les néokeynésiens.

I/ Fluctuations monétaires et instabilité des prix : quelques faits historiques

Discutons d'abord les mécanismes d'ajustement évoqués par Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi à propos des monnaies métalliques, puis leur hypothèse selon laquelle les innovations institutionnelles ont historiquement permis de répondre adéquatement aux besoins du commerce en surmontant le manque de métal. Enfin, nous nous demanderons si la construction des systèmes de crédits moderne régulés par une Banque centrale a vraiment permis d'éviter tout risque de sur- ou de sous-émission.

1) *L'absence d'ajustement systématique de l'offre de monnaie métallique*

C'est bien le mécanisme du crédit qui est censé assurer en pratique l'effectivité du lien entre demande et masse monétaire à notre époque (on y reviendra), mais avant l'invention des banques, il aurait existé d'autres moyens historiques de maintenir ce lien – même si une certaine confusion règne sur ce point dans l'article, qui n'exprime pas aussi clairement cette thèse, car il mêle sans cesse au raisonnement d'autres définitions de l'endogénéité, du crédit ou de la dette¹. Fondamentalement, selon nos auteurs, la quantité de monnaie varie en fonction de la demande globale quelle que soit la forme de la monnaie, parce que ce lien découlerait non pas de son mode de mise en circulation,

¹ Ainsi dans la note 19, p. 222 : « the economic foundation of any form of money is credit, not paper ». Ici, la monnaie n'est pas dite universellement endogène en tant que mise en forme de la production, mais en tant qu'universellement *liée au crédit*, ce que nous réfutons. La conception que nous proposons à présent de l'endogénéité transhistorique est donc plus étroite que celle de l'article, même si elle y est aussi présente.

mais de la nature même de la monnaie, en tant que simple mise en forme de la production qui en permet la valorisation et la circulation marchande. Cela serait donc vrai même au temps des monnaies-marchandises (p. 223) : « At the time of commodity money, therefore, the money creation process was already endogenous on account of the intrinsic need for the economic system, although primitive, to express output in a social form – that is, in a form allowing for its (homogeneous) measure and exchange. » Dans cette optique, même les pièces d’or ne sont susceptibles d’aucune surémission (p. 223-224) : « the law of reflux shows that there can be no excess supply of commodity money, since even this primitive form of money is credit-driven and demand-determined. »

Sur quoi se fondent Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi pour affirmer qu’avant même l’apparition du crédit bancaire, la quantité de monnaie en circulation s’adaptait déjà à la demande de biens ? Les auteurs évoquent quelques mécanismes d’ajustement possibles. Citant Philip Arestis et Peter Howells, ils rappellent par exemple (p. 217) qu’aux XVI^e et XVII^e siècles, à l’époque de la monnaie métallique, un afflux d’or n’arrivait pas dans le pays sans contrepartie (« like helicopter money ») mais du fait d’un excédent de la balance des paiements réalisé par le commerce international, et concluent : « As a consequence, if the endogeneity of money means that money supply is demand-driven, "even commodity money can provide an example of monetary base endogeneity, increasing in response to trade demands"¹ ». On objectera toutefois que le surgissement de nouvelles quantités d’or dans un pays peut aussi s’expliquer par la simple découverte de nouveaux gisements, ce qui ressemble à une forme de monnaie tombée d’un hélicoptère, mais les auteurs répondraient sans doute que la prospection et la mise en exploitation de nouvelles mines est bien une forme de *production* (coûteuse) de monnaie répondant aux « besoins du commerce » (*the needs of trade*), à une demande préalable, et rend possible l’achat d’une production effective de biens – sans quoi l’or perdrait de son pouvoir d’achat, donc de sa valeur, et l’extraction minière cesserait

¹ Philip Arestis et Peter Howells, « The “great inflation”, 1520–1640: early views on endogenous money », in Philip Arestis, Meghnad Desai and Sheila C. Dow (eds), *Money, Macroeconomics and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick*, Londres et New York, Routledge, 2002, vol. I, p. 4 à 13, p. 9.

d'être rentable. La quantité de monnaie en circulation serait alors bien « tirée par la demande » (*demand-driven*) même dans le cas des monnaies métalliques.

Mais ne risquerait-elle pas alors tout de même de finir par buter sur la limite physique des stocks disponibles, de sorte que l'offre de monnaie ne puisse pas toujours s'adapter à la demande, rendant la monnaie en partie exogène ? Les auteurs répondent à cette objection en estimant que telle est justement la clé d'explication de l'apparition des banques et de la monnaie papier ou scripturale (p. 2017-218) : « if there were some physical limits imposed by gold mining, banks would simply step in and create the necessary amount of money in order to meet the needs of the economy for a means of final payment. Hence, even under the gold standard, the money supply adapted to its demand. » Le crédit bancaire a donc été un vecteur historique d'augmentation de la masse monétaire au-delà des contraintes physiques de l'or, mais il ne faisait alors que poursuivre une logique déjà à l'œuvre sans introduire de rupture radicale. Loin de changer la nature même de la monnaie, sa création par le crédit bancaire ne fait que se *conformer* à sa nature endogène, en l'exprimant plus parfaitement que ses formes antérieures.

Il est vrai que l'apparition de la monnaie fiduciaire et scripturale a permis à la création monétaire de répondre à la demande en s'affranchissant de la limite des stocks matériels de métaux précieux, ce qui nous semble en effet indispensable à l'essor économique, mais il nous paraît exagéré de dire que l'offre s'adapte toujours mécaniquement à la demande de monnaie. L'ajustement supposé spontané de l'offre de monnaie à la demande de monnaie (laquelle est censée être déterminée par la demande de biens réels, ce qui est discutable, on y reviendra) est en réalité un processus complexe et imparfait, s'il repose sur la découverte de nouveaux gisements de métal, ou l'invention de nouvelles pratiques de crédit : il peut même fort bien ne jamais aboutir. Sans nier que les variations du niveau des prix ont aussi des causes extra-monétaires, nous pensons qu'elles s'expliquent parfois par des phénomènes de sur- ou de sous-émission. Divers exemples historiques vont dans ce sens, et nous conduisent à émettre un doute raisonnable sur l'hypothèse d'une autorégulation de la création

monétaire en régime de monnaie métallique, et d'absence de cause proprement monétaire à l'inflation ou à la déflation.

Ainsi, en ce qui concerne l'inflation, on peut citer l'exemple de la découverte des filons du Nouveau Monde par l'Empire Espagnol (les mines d'argent du Cerro Rico à Potosí dans l'actuelle Bolivie, puis les mines mexicaines) : cette découverte a en effet provoqué dans la seconde moitié du XVI^e et la première moitié du XVII^e siècle un afflux massif de métaux précieux amenés à la Casa de Contratación de Séville par la Flotte des Indes, donc une augmentation de la frappe des pièces de monnaie, génératrice de tensions inflationnistes en Europe de l'Ouest¹ (la « Révolution des prix »), comme l'avaient déjà compris à l'époque Martín d'Azpilcueta ou Tomás de Mercado de l'Ecole de Salamanque, et ce, malgré l'absorption d'une grande part de l'afflux d'argent par l'insatiable demande de la Chine des Ming². De la même façon, la découverte de mines d'or en Afrique du Sud et en Alaska à la fin du XIX^e siècle a engendré un mouvement d'inflation entre 1896 et 1913³ : le niveau général des prix augmente ainsi de 50 % sur la période⁴. On peut interpréter ces phénomènes comme procédant d'une sur-émission, illustrant l'absence d'ajustement spontané de la création monétaire aux besoins du commerce.

Inversement, un manque de métal peut avoir un effet déflationniste qu'aucune augmentation spontanée de l'offre de monnaie ne vient compenser, comme l'illustrent les nombreux exemples historiques de famines monétaires. L'Europe médiévale constitue une parfaite illustration de ces pénuries de monnaie liées au manque de métal à frapper, comme le souligne Marc Bloch dans l'ouvrage de référence sur la période⁵. En

¹ Evoquée par exemple par Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, op. cit., p. 138.

² Qui fait notamment suite à la réforme fiscale des années 1570-1580 (dite « du coup de fouet unique ») remplaçant la corvée ou l'impôt en nature, auxquels paysans et artisans étaient assujettis, par un paiement en argent.

³ Don Patinkin, « Irving Fisher and his compensated dollar plan », *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, vol. 79, n° 3, p. 1 à 34.

⁴ Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money: Its' Determination and Relation to Credit Interest And Crises*, New York, Macmillan, 1911, p. 217

⁵ Marc Bloch, *La société féodale*, Paris, Albin Michel, 1994 (1939), tome 1, partie 1, livre II, « IV. Le premier âge féodal : les échanges ».

analysant la famine monétaire qui sévit de 1335 à 1345, le médiéviste Edouard Perroy¹ nuance l'impact d'une sous-émission sur le niveau des prix et de l'activité économique, en montrant que des phénomènes de compensation peuvent jouer dans un premier temps, comme l'augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie : « Avec un stock de métaux précieux et un nombre de signes monétaires étroitement limités, on ne ressent pas encore vers 1330, la famine monétaire qui sévira un peu plus tard. C'est que la vitesse de circulation des espèces importe plus que leur nombre global. » Les mécanismes de crédit qui s'introduisent de plus en plus dans le rapport d'échange sous différentes formes (crédits, lettres d'obligation, assignations des trésors publics, lettres de change, opérations de compensations entre marchands...) concourent également à l'assouplissement de la contrainte monétaire. Mais la crise finit inévitablement par éclater lorsque « la fiscalité se heurte à la pénurie du numéraire » (p. 174), au point que qu'« en France (1337), obligation [est] faite aux détenteurs de vaisselle d'or ou d'argent d'en porter la moitié, voire la totalité, à la Monnaie » et que se trouve « interdite l'exportation des espèces et des bijoux, pour éviter la fuite du numéraire » (p. 176). Des opérations de remaniement monétaire s'avèrent également nécessaires pour pallier le manque de métal précieux.

Il semble impossible, dans ces conditions, de maintenir l'idée d'un ajustement spontané de l'offre de monnaie métallique aux besoins de l'économie : au contraire, à suivre Edouard Perroy, la pénurie de monnaie est bien « à l'origine d'une économie contractée ». Les famines monétaires médiévales ne sont d'ailleurs pas une simple interprétation des historiens : les contemporains étaient tout à fait conscients du problème du manque de monnaie, comme cela est montré par Jean Halpérin². En outre, ces phénomènes ne se limitent bien sûr pas à l'Europe médiévale (on les retrouve par exemple dans le Japon shogunal des Tokugawa, au XVIII^e siècle³), même si elles ne

¹ Edouard Perroy « A l'origine d'une économie contractée : les crises du XIV^e siècle », *Annales*, vol. 4, 1949, p. 167-182.

² Jean Halpérin, « Les transformations économiques aux XII^e et XIII^e siècles », *Revue d'histoire économique et sociale*, vol. 28, n°2, 1950, p. 129-147, plus spécifiquement p. 135 à 138.

³ Guillaume Carré, « Stratagèmes monétaires: les crises du numéraire en métal précieux dans le Japon du XVIII^e siècle », in Bruno Théret, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1 *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, EHESS, 2007, Chapitre VI, p. 233 à 264.

s'expliquent pas toujours par un manque de métal (ainsi, en Chine au XI^e siècle, la famine monétaire s'explique par des problèmes de confiance dans la valeur des différentes monnaies en circulation et à une forte de thésaurisation¹).

2) *Les innovations monétaires, le rôle de l'Etat et des institutions*

On accordera à Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi que les innovations monétaires successives qui jalonnent l'Histoire humaine permettent de répondre au manque de monnaie, mais, outre le fait qu'un tel ajustement n'a rien d'immédiat et n'est pas toujours suffisant comme on l'a vu, ces innovations n'apparaissent pas toujours selon un processus endogène, comme une réponse spontanée du marché aux besoins du commerce. Elles sont en effet bien souvent créées par les Etats pour financer un déficit public en forte hausse, pour des raisons non pas commerciales mais proprement politiques, presque toujours du fait des dépenses de guerre – du moins jusqu'à l'ère néolibérale, qui apparaît de ce point de vue très singulière sur le plan historique puisque l'endettement public rapporté au PIB atteint des niveaux jusque-là inédits hors période de guerre pour des raisons que nous aurons à expliquer au Chapitre VI². La guerre est sans conteste l'une des principales sources d'innovation monétaire : sans remonter jusqu'aux lettres de change qui se développent dans les réseaux fiscaux de l'Eglise médiévale (dont la réforme grégorienne a fait le prototype de l'État moderne européen) pour financer les croisades³, notons que c'est par exemple le coût de la guerre contre Louis XIV qui motiva la création de la Banque d'Angleterre en 1694, vingt-deux ans avant que John Law ne tente d'implanter le papier-monnaie en France en créant l'éphémère Banque générale... pour liquider une dette publique justement héritée des décennies de guerre menées par le Roi-Soleil. La guerre civile peut jouer le même rôle que les conflits extérieurs dans l'essor de la dette publique et des

¹ Christian Lamouroux, « Bureaucratie et monnaie dans la Chine du XI^e siècle : les désordres monétaires au Shaanxi », in Bruno Théret, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1, *op. cit.*, Chapitre IV, p. 171 à 204.

² On objectera que les Etats se sont longtemps limités aux fonctions régaliennes (dont la plus coûteuse est la guerre) et que l'élargissement des dépenses publiques aux fonctions éducatives, sanitaires, sociales, etc., suffit à expliquer la hausse du ratio de dette publique, mais la construction de l'Etat social au cours des Trente Glorieuses n'avait pas eu cet effet comme on le montrera au Chapitre V.

³ Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, *op. cit.*, p. 120-123.

innovations monétaires et financières : tel fut le cas aux Etats-Unis durant la Guerre de Sécession, qui augmenta la dette publique de 3 300 % en cinq ans et mena à la création des *greenbacks* (billets inconvertibles) en 1862¹. Loin de garantir l'ajustement spontanément de l'offre de monnaie aux besoins du commerce, de telles créations institutionnelles portées par une volonté proprement politique peuvent tout à fait faire l'objet d'une surémission nuisant à la stabilité de leur propre valeur, comme l'illustre l'échec du système de Law, ou, à la fin du siècle, celui des assignats, par lequel les révolutionnaires financèrent également la défense nationale².

Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi nous semblent donc sous-estimer l'action potentiellement déstabilisatrice de l'Etat³, qui peut d'ailleurs aussi bien produire des effets déflationnistes (les famines monétaires n'étant pas causées uniquement par la variation du stock de métal disponible). Dans le cas de l'Angleterre de la fin du XVII^e siècle, la création de la Banque d'Angleterre ne fut pas suffisante pour assurer la stabilité économique, minée par « la prolifération de mauvaises monnaies » comme le rappelle Ludovic Desmedt⁴ : « Les pièces y sont non seulement détériorées (par usure ou rognage) et contrefaites, mais aussi, selon l'opinion générale, en nombre insuffisant du fait d'un tarif inadéquat du métal et de l'exportation d'espèces ou de lingots. » La réforme qui s'impose passe non par la dévaluation de l'unité de compte mais par une vaste opération de refonte des pièces menée entre 1695 et 1699. Cela aggrave le mal à

¹ Du fait des dépenses militaires, « entre 1860 et 1865, la dette fédérale grimpa de 65 millions à 2,225 milliards de dollars » (Laurent Le Maux et Laurence Scialom, « Antagonismes monétaires et constitution d'une banque centrale aux États-Unis (1865-1935) », in Bruno Théret, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1, *op. cit.*, Chapitre IX, p. 339 à 368, p. 341 ; la note 4 précise : « Soit une hausse de plus de 3 300 % ! À titre de comparaison, entre juillet 1940 et juillet 1945, la dette augmenta « seulement » de 500 %, passant de 43 à 259 milliards de dollars (R. Roll, « Interest Rates and Price Expectations During the Civil War », *Journal of Economic History*, 32 [2], 1972, p. 476-498, à la page 477) »).

² Bien que la création des assignats précède la guerre de 1792, la surémission est en grande partie due aux dépenses militaires que celle-ci génère. En outre, les assignats furent à l'origine mis en place pour surmonter la crise des finances publiques dont hérite la Révolution, et qui s'explique elle-même par les dettes de guerre de la monarchie (notamment liées au financement de la Guerre d'indépendance américaine).

³ Tout autant d'ailleurs que son action régulatrice : comme nous le verrons au Chapitre V, la relative stabilité monétaire que connaît la France pendant les Trente Glorieuses ne doit rien à une autorégulation spontanée des émissions, mais à un contrôle étroit de la puissance publique.

⁴ Ludovic Desmedt, « Les fondements monétaires de la "révolution financière" anglaise : le tournant de 1696 », in Bruno Théret, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1, *op. cit.*, Chapitre VIII, p. 311 à 338.

court terme, en provoquant une famine monétaire profondément déstabilisatrice pour l'économie (p. 331-332) : ralentissement des échanges, forte déflation (les prix chutent « d'environ 30 % dans le second semestre [1696] pour certaines marchandises de référence »), hausse des taux d'intérêts (qui s'élèvent à près de 20 % l'été 1696), ruine des orfèvres, fragilisation des plus démunis, émeutes...

Certes, l'essor des instruments de crédit pallie en partie le manque de liquidités, conformément à ce que prévoit la théorie révolutionnaire de l'endogénéité, mais là encore, contrairement à ce qu'elle laisserait espérer, cela ne suffit pas à ajuster la quantité de monnaie aux besoins du commerce : « Seules les classes marchandes peuvent compenser partiellement cette situation en développant la circulation des effets de commerce, mais cela n'empêche pas que le paiement des salaires, les achats quotidiens, etc. pâtissent de la situation » (p. 332). La réforme s'avèrera certes « propice à l'affirmation de la souveraineté monétaire de l'État anglais et, de ce fait, favorable au développement de l'économie capitaliste anglaise sur le long terme », mais elle n'en demeure pas moins « très dommageable à court terme pour la majeure partie de la population anglaise (les ruraux et les déjà démunis) » (p. 333). L'analyse institutionnaliste de Ludovic Desmedt montre bien l'absence d'autorégulation de la création monétaire censée répondre toujours adéquatement aux besoins du commerce selon la théorie révolutionnaire de l'endogénéité.

Le XIX^e siècle américain est également riche en exemples de pénuries de moyens de paiement et autres désordres d'origine proprement monétaires provoqués par l'imperfection des institutions ou par des décisions politiques, comme le rappellent Laurent Le Maux et Laurence Scialom¹. On le constate notamment pendant les dix-sept années d'existence des *greenbacks* inconvertibles, au cours desquels le pays connaît une inflation de 104 % entre 1862 et 1865, puis une déflation de 60 % sur la période 1865-1879 associée au retour à la convertibilité (p. 343) : « Les montants significatifs des émissions de *greenbacks* n'ont curieusement pas empêché que des pénuries monétaires

¹ Laurent Le Maux et Laurence Scialom, « Antagonismes monétaires et constitution d'une banque centrale aux États-Unis (1865-1935) », art. cit.

apparaissent dans l'Union. Ce paradoxe s'explique par la combinaison de facteurs macroéconomiques (inflation) et institutionnels (loi sur les petites coupures). » Le Congrès avait en effet autorisé l'émission de papier-monnaie de faible valeur en complément des grosses coupures comme les *greenbacks*, mais « le contexte inflationniste du moment créa l'illusion que ces émissions de petites coupures étaient la source de l'inflation alors qu'elles n'en étaient que le symptôme. Cette perception erronée amena le gouvernement à les restreindre » (p. 344). Cette expérience historique semble donc contredire dans le cas d'une monnaie fiduciaire la thèse d'un ajustement spontané de la masse monétaire aux besoins du commerce excluant tout effet sur les prix et l'activité.

La période suivante offre un nouvel exemple de déflation d'origine monétaire dans le cadre cette fois d'une monnaie convertible. La chute des prix est causée par le changement des règles institutionnelles du système des paiements dont elle dévoile en creux l'importance (p. 352) : « l'adoption du monométallisme or entraîna une seconde baisse des prix de l'ordre de 37 % entre 1883 et 1896 ». Sans abolir officiellement le bimétallisme (ce qui ne sera fait qu'en 1900), la loi de 1873 l'avait en effet supprimé de fait en mettant fin à la libre frappe de l'argent. Cela était d'abord passé inaperçu car les pièces d'argent étaient alors peu utilisées (p. 348) : « le *Gold Rush* de 1848 avait effectivement fait baisser le prix de l'or par rapport à celui de l'argent » sans que la parité des métaux dans l'étalon bimétallique ne soit modifié, de sorte que, conformément à la loi de Gresham, la monnaie faible (l'or surévalué) chassa la monnaie forte (l'argent sous-évalué). Toutefois, dès 1874, le cours de l'or se redressa par rapport à celui de l'argent, et la monnaie vint à manquer, occasionnant un violent affrontement politique entre « argentistes » et partisans du monométallisme-or¹. La déflation ne fut enrayerée en 1896 que par un afflux soudain de métal précieux aux effets inflationnistes, comme nous l'avons déjà évoqué (p. 149). Laurent Le Maux et Laurence Scialom rappellent ainsi

¹ Blocs constitués selon l'opposition classique de l'Histoire monétaire américaine, déjà présente dans la controverse sur la convertibilité des *greenbacks*, entre les fermiers et miniers débiteurs et exportateurs du Sud et de l'Ouest, favorables au libre-échange, au droit des Etats et à une monnaie faible, et les industriels et banquiers du Nord-Est, partisans du protectionnisme, d'un pouvoir fédéral fort et d'une monnaie forte.

(p. 353) : « grâce aux nouvelles techniques d'extraction, la production d'or en Australie, en Afrique du Sud et en Alaska augmenta et permit de mettre fin à la longue période déflationniste que connaissaient l'Occident en général et les États-Unis en particulier ». A la fin de *100% Money*, Irving Fisher note que cet afflux de métal mit également un terme au mouvement populiste démocrate, répétant ainsi un schéma déjà connu quelques décennies plus tôt avec la ruée vers l'or de 1848 qui, mettant elle aussi fin à une déflation, nuisit au socialisme naissant :

« Un mouvement « gauchiste » apparaît toujours avec la déflation et a trouvé dans ce pays une expression dans le « populisme » de la déflation, finissant en 1896 dans la campagne de Bryan. Mais le populisme s'est évaporé dès que le niveau des prix a commencé à être rétabli. Au milieu du [XIX^e siècle], un mouvement socialiste a résulté de la chute des prix et a disparu avec la découverte chanceuse de nouvelles mines d'or très productives en Californie et en Australie. Marx et Engels, à cette époque, ont reconnu cette relation bien mieux que les banquiers et ont également reconnu que leur propagande avait perdu sa force à cette époque à cause des découvertes d'or. »¹

Ainsi, au XIX^e siècle, la création monétaire, loin de s'ajuster spontanément aux besoins du commerce de manière endogène, est toujours contrainte par les règles institutionnelles du monnayage et largement déterminée par la disponibilité physique des métaux précieux, dont les fluctuations contribuent à générer une instabilité des prix, de la dynamique économique et de la vie politique. La théorie révolutionnaire de l'endogénéité semble donc remise en cause. Mais l'avènement des systèmes bancaires modernes unifiés par une Banque centrale n'a-t-elle pas permis de s'affranchir des facteurs de déstabilisation et de voir naître une véritable autorégulation des émissions, ou du moins une maîtrise de la masse monétaire apte à l'ajuster parfaitement aux besoins de la production ?

¹ Irving Fisher, *100 % Monnaie*, André Tiran et Marc Laudet (éd.), Paris, Classiques Garnier, 2019 (1935), p. 239-240. Pour l'édition anglaise, voir *100% Money* (1935), in William Joseph Barber (ed.), Robert W. Dimand et Kevin Foster (ass. ed.), James Tobin (ed. consultant), *The Works of Irving Fisher*, vol. 11, Londres, Pickering & Chatto, 1996, p. 218.

3) *L'absence d'autorégulation du système de crédit moderne : le cas des Etats-Unis à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle*

Nous avons discuté la thèse de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi selon laquelle la quantité de monnaie mise en circulation aurait historiquement *toujours* répondu aux besoins du commerce (donc que l'endogénéité, ainsi définie, serait bien transhistorique) ; il nous reste à présent à nous concentrer sur le mécanisme par lequel cet ajustement s'opèrerait *aujourd'hui*, à savoir la mise en circulation de la monnaie *par le crédit* (uniquement le crédit *aux entreprises* selon cette approche) et *par la monétisation de l'achat d'obligations* (uniquement d'obligations *d'entreprises*, là encore). Tel est le cœur du lien entre monnaie et dette dans le système actuel, auquel nos auteurs prêtent des vertus d'autorégulation qui nous paraissent largement surestimées.

Restons sur le cas américain, qui montre d'abord la difficulté d'émergence d'un système bancaire moderne, bien analysée par Laurent Le Maux et Laurence Scialom. Mis en place en 1863 dans l'urgence de la guerre de Sécession, le *National Banking System* (NBS) fut une première tentative d'unification qui n'alla pas jusqu'à la centralisation : les *national banks* pouvaient émettre des billets nationaux dont le montant total était plafonné et dont la qualité était unifiée par l'instauration d'une garantie, le dépôt obligatoire auprès du Trésor de titres publics éligibles cautionnant ces *national notes*. Un tel système fait de la dette publique, plutôt que des effets de commerce, la base des émissions, ce qui remet en cause la thèse de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi d'une autorégulation de la création monétaire par le financement de la production et la loi du reflux. Comme le notent Laurent Le Maux et Laurence Scialom (p. 354) : « Ces nouvelles règles d'émission tournaient le dos à la pratique générale et séculaire d'émission de billets reposant sur une opération d'escompte, pratique qui permettait de répondre aux demandes de monnaie manuelle en fonction des besoins du commerce. Elles engendraient le fameux problème de l'« inélasticité de la monnaie », à la hausse [...] comme à la baisse [...]. » Elles donnent en effet lieu à des « crises saisonnières de liquidités [...] dues à l'inélasticité de l'offre en billets nationaux » incapable de s'adapter

au caractère cyclique de la production agricole dont le poids est prépondérant à l'Ouest et au Sud¹.

Ainsi, l'économie subissait régulièrement des « pénurie monétaire » (p. 355). Certes, on observe en réponse « la circulation de monnaies de secours » que les auteurs analysent comme « le symptôme d'une économie en déflation », un « moyen de pallier l'insuffisance de monnaie manuelle – pénurie à laquelle le gouvernement fédéral ne répondait pas ou mal. » Ces monnaies de substitution sont parfois émises par des entreprises pour payer leurs salariés, conformément à la théorie révolutionnaire de l'endogénéité, mais elles sont parfois mises en circulation par les pouvoirs publics². De plus, leur pouvoir libérateur est limité, et elles n'empêchent pas la déflation et la dépression : elles sont donc loin de répondre aux besoins du commerce. Notons avec Laurent Le Maux et Laurence Scialom que « les famines monétaires récurrentes étaient non seulement le résultat du caractère saisonnier de la production, mais aussi le fruit du caractère déflationniste des politiques monétaires menées : retrait puis gel des greenbacks, plafonnement des billets nationaux, taxe de 10 % sur les billets des banques locales, lois sur les coupures minimales, etc. » Cela confirme que Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi sous-estiment le rôle de l'Etat, des règles d'émission qu'il fixe et des politiques monétaires qu'il mène, qui sont facteurs de sous-émissions à effet déflationniste comme on vient de le voir.

Ils sous-estiment également le poids des imperfections dans les structures institutionnelles du système des paiements, qui mènent cette fois à une surémission

¹ Au début de l'automne, la demande de liquidités augmente du fait de la vente des récoltes (de même que, dans une moindre mesure, à la période des plantations au début du printemps), mais se heurte à des « règles d'émission compliquées et coûteuses » et à « une allocation des billets nationaux défavorable aux régions périphériques ». Cela entraîne une chute cyclique des réserves des banques notamment du Nord-Est, une baisse des crédits de court terme, une hausse des taux d'intérêt et de fortes tensions sur le marché des titres. A l'inélasticité de l'offre de monnaie manuelle à la hausse succède une rigidité à la baisse « à la fin du printemps, du fait de l'absence de compensations interbancaires entre l'Est et l'Ouest » (p. 354). Cela se poursuivait « au début de l'été avec, comme conséquences, une hausse des réserves et de l'offre de crédits de court terme par les banques des villes, une baisse des taux d'intérêt et une forte spéculation boursière, notamment à New York » (p. 356).

² P. 355 : « A l'Ouest comme au Sud, proliférait tout un ensemble de *shinplasters*, de monnaies de substitution, émises par les municipalités ou les États (au mépris d'ailleurs de la Constitution), par des chambres de compensation, par des firmes qui entendaient ainsi payer leurs employés, ou encore par des compagnies de chemins de fer dont les tickets servaient de moyens de paiement. »

stimulant la spéculation. Le NBS étant marqué par une « absence de compensations sophistiquées interrégionales »¹, la masse monétaire connaît en effet une rigidité à la baisse qui favorise la formation de bulles boursières. Les auteurs concluent : « ainsi, le NBS, en accentuant la spéculation au printemps et la dépression à l'automne, loin d'unifier le système monétaire et bancaire des États-Unis, exacerbait les antagonismes entre régions ». Enfin, l'absence de mutualisation des réserves bancaires maintient une fragilité dans le domaine prudentielle, que dévoilera de manière spectaculaire la crise de 1907 (avec 73 faillites bancaires en octobre décembre 1907²). Un compromis se dégagait alors entre les représentants des deux blocs sociaux opposés sur la question du fédéralisme monétaire, permettant la mise en place en 1913 du *Federal Reserve System* (FRS) qui atténua l'instabilité en rendant une place centrale à l'escompte (p. 363-364) :

« Conformément à ce qui faisait consensus, les billets de réescompte émis par les banques fédérales de réserves et les compensations entre les districts de chacune permirent d'améliorer l'élasticité de l'offre de billets à la hausse et à la baisse. Bien qu'il convienne d'être prudent sur cette question, cela permit d'atténuer les variations saisonnières des taux d'intérêt sur les places financières. »

Toutefois, la gestion de la crise de 1920 par le *Federal Reserve Board* (organe en conflit institutionnel avec la Conférence des gouverneurs³) se révèle profondément déstabilisatrice pour l'économie. À partir de mars 1919, les États-Unis connaissent une accélération de l'inflation et une accentuation du conflit de répartition (avec la multiplication des grèves revendiquant une hausse des salaires), mais le *Board* démocrate refuse la hausse du taux d'escompte avant janvier 1920, quand les partisans

¹ Laurent Le Maux et Laurence Scialom relèvent ainsi que le système bancaire demeure fragmenté à l'échelle nationale faute de « chambres de compensation entre les banques des villes (c'est-à-dire des centres financiers, tels New York, Philadelphie et Boston) et les banques de l'intérieur (de la périphérie agricole, tels le Middle West et le Sud) » et « d'une législation permettant aux banques de créer un réseau de succursales sur tout le territoire (système du *branch banking* opposé à celui du *unit banking* alors en place) » (p. 355-356). « Les billets nationaux n'étaient remboursables qu'au guichet des banques émettrices ».

² Elmus Wicker, *Banking Panics in the Gilded Age*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000, p. 143.

³ « Instance non prévue par le *Federal Reserve Act* mais qui manifesta une autorité supplantant celle du *Board*. » Cet « d'organe de coordination informelle entre les douze banques de réserve » est dominé par le gouverneur de la Réserve fédérale de New York (p. 363).

d'une telle mesure estiment qu'il est déjà trop tard, craignant un risque de récession. Celui-ci se concrétise effectivement car les banques, ne disposant pas de réserves excédentaires, se voient alors contraintes de réduire leur offre de prêt ; beaucoup firent d'ailleurs faillite après une nouvelle remontée des taux en juin. Loin de permettre l'ajustement de l'offre de monnaie aux besoins du commerce, la Banque centrale nouvellement créée commit donc « une double erreur qui accentua considérablement la gravité de la dépression de 1920-1921 : celle d'abord de ne pas avoir augmenté le taux d'escompte en 1919 et celle, ensuite, d'avoir agi dans ce sens trop tard, trop longtemps et trop fort » (p. 364).

A la fin des années 1920, un scénario analogue se répète, à ceci près que la hausse des prix se concentre sur le marché des titres financiers, où il alimente une bulle spéculative jusqu'au krach du 24 octobre 1929. Echaudé par les conséquences néfastes des années précédentes, le *Board* renoue en effet avec son refus de rehausser le taux d'escompte pour ne pas provoquer de récession (un funeste arbitrage entre lutte contre la spéculation et soutien à l'activité productive dont la politique monétaire semble à nouveau prisonnière près d'un siècle plus tard en régime néolibéral, on y reviendra). Il s'oppose en cela de nouveau à la Réserve Fédérale de New York, qui propose onze fois en quatre mois une remontée du taux d'escompte entre février et mai 1929, en se heurtant systématiquement, jusqu'en août, au refus du *Board* qui réagira « de nouveau trop tardivement » (p. 365). L'inertie institutionnelle se poursuit en 1930, car l'essentiel des banques en faillites cette année-là ne sont pas membres du FRS¹, ce qui explique en grande partie la « myopie » du *Board* sur la contagion en cours selon Laurent Le Maux et Laurence Scialom (p. 366). A cela s'ajoute une « absence de canaux de transmission

¹ « Durant les dix premiers mois de 1930, la plupart des banques qui firent faillite étaient des banques non membres [...]. Même en novembre et en décembre 1930, quand le nombre des faillites augmenta brusquement, 80 % d'entre elles relevaient de banques non-membres. Les quelques banques membres d'une taille importante qui firent faillite à la fin de 1930 étaient regardées par plusieurs directeurs de la Réserve fédérale comme des cas isolés de mauvaise gestion, (Milton Friedman et Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 1963, p. 358-359, cité par Laurent Le Maux et Laurence Scialom, art. cit., p. 365).

du prêt en dernier ressort vers les banques non-membres » encore très nombreuses¹, dans un système bancaire dont la consolidation demeure faible².

Les faillites bancaires s'accumulent pendant plusieurs années à un rythme effréné : 806 en novembre-décembre 1930 (3,4 % des banques en seulement deux mois), 573 en avril-août 1931, 827 en septembre-octobre 1931, 283 juin-juillet 1932³... Sans oublier la fermeture des généralisée des banques du 6 au 10 mars 1933 (*banking holiday*) en vertu de l'*Emergency Banking Relief Act* adopté par le Congrès et ratifié par Roosevelt dans le but de stopper la course à la liquidité, de réorganiser les banques et de les renflouer avant leur réouverture. La Grande Dépression provoquée par la chute du cours des valeurs boursières (de 89 % entre le pic de septembre 1929 et le plancher de 1932) est suivie d'une baisse du niveau général des prix de gros de 37 % entre septembre 1929 et mars 1933⁴.

Cette déflation spectaculaire s'explique en partie par une réduction drastique de la masse monétaire en circulation sous l'effet d'une redoutable crise bancaire (près de la moitié des banques font faillite entre 1929 et 1933⁵), signe que même les systèmes de crédit modernes régulés par une Banque centrale sont loin d'ajuster à coup sûr l'offre de monnaie aux besoins de l'économie comme le prétend la théorie révolutionnaire de l'endogénéité : dans *100% Money*, Irving Fisher estime ainsi qu'en quatre ans, sept milliards de dollars ont été détruits aux Etats-Unis⁶, la masse monétaire passant d'environ 27 milliards en 1929 à 20 milliards en 1933⁷, ce qui, conjugué au fait que la vitesse de circulation de la monnaie chute d'un tiers sur la période, provoque une

¹ Cf. note 43 p. 362 : en 1926, les deux-tiers des banques américaines ne sont pas membres du FRS (sans compter les *savings banks*, qui ne sont pas concernées parce qu'elles ne gèrent pas de comptes courants). C'est le cas des *trust companies* et de nombreuses banques locales.

² Du fait de l'interdiction de l'*interstate branching* et de l'*interstate banking*, c'est-à-dire de l'ouverture par les banques de succursales ou l'achat de filiales dans d'autres Etats.

³ Elmus Wicker, *The Banking Panics of the Great Depression*, *op. cit.*, p. 111, cité par les auteurs p. 366.

⁴ Laurent Le Maux et Laurence Scialom, *art. cit.*, p. 366.

⁵ Ben S. Bernanke, « Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression », *The American Economic Review*, vol. 73, n° 3, 1983, p. 257 à 276.

⁶ Huit milliards de monnaie scripturale disparaissent sur les dépôts à vue du fait des faillites bancaires et des retraits, tandis qu'un milliard d'espèces supplémentaires entrent dans la circulation. Irving Fisher, *100 % Monnaie*, *op. cit.* Chapitre I, p. 68-69.

⁷ Alors qu'elle avait augmenté d'un milliard dans les trois années précédentes, passant de 26 milliards en 1926 à 27 en 1929 (*ibid.*).

formidable chute des prix et de l'activité. C'est ce que les monétaristes Milton Friedman et Anna Schwartz nomment la « Grande Contraction » dans leur célèbre ouvrage expliquant la dépression par la contraction de l'offre de monnaie¹. Bien que des débats existent sur le sens de la causalité, beaucoup d'auteurs estiment que l'effondrement de la masse monétaire causée par sa dépendance au marché du crédit a un poids déterminant dans la crise – sans pour autant considérer nécessairement que la politique monétaire restrictive de la Fed soit à elle seule la cause de la crise de 1929². Nous tenons là un élément de remise en cause *y compris dans un système de monnaie de crédit* de l'idée selon laquelle l'endogénéité de la monnaie (plus précisément, ici, sa mise en circulation par les prêts aux entreprises) est un mécanisme d'ajustement spontané de la quantité d'encaisses disponibles aux besoins de la production.

II/ Au fondement de l'absence d'autorégulation

Après ce bref survol historique, tentons de revenir au fondement théorique de l'absence d'autorégulation de la création monétaire.

1) *Désir-maître et encastrément : les contradictions de la monnaie endogène*

L'analyse historique des différentes formes successives de monnaie (monnaie métallique, papier monnaie convertible ou inconvertible, système de crédit moderne fragmenté ou régulé par une Banque centrale) permet de mettre sérieusement en doute la thèse radicale des partisans d'une conception révolutionnaire de l'endogénéité, selon laquelle l'offre de monnaie s'ajuste toujours spontanément aux besoins du commerce. Il apparaît en effet que l'offre de monnaie varie non seulement en fonction de la demande de financement des entreprises, mais aussi selon les contraintes physiques pesant sur le stock de métal disponible, les règles du monnayage, l'imperfection des

¹ Milton Friedman et Anna J. Schwartz, *The Great Contraction, 1929–1933*, Princeton, Princeton University Press, 2008 (1963), initialement publié comme un chapitre d'*A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963.

² Nous admettons avec les postkeynésiens, et contre les monétaristes, qu'une spirale déflationniste repose également sur les anticipations pessimistes performatives des investisseurs, légitimant une réponse budgétaire et non simplement monétaire à la crise, afin qu'une demande de monnaie suffisante réponde à l'offre de monnaie. Mais la contraction de l'offre sous l'effet des faillites, des retraits massifs (parfois jusqu'aux *bank runs*) et de la course aux liquidités sur le marché interbancaire n'est pas à nos yeux sans effet : loin d'être une variable passive, elle est un des moteurs de la crise.

institutions du système des paiements, les erreurs de politique monétaire ou encore les orientations délibérément inflationnistes ou déflationnistes des autorités monétaires au service des intérêts de telle ou telle catégorie sociale (les « besoins du commerce » n'étant en effet pas neutres, mais objets de violents conflits politiques capables de remettre en cause le système de règles institutionnelles issus d'un compris social antérieur). L'offre de monnaie n'est donc pas déterminée par la seule demande.

De plus, et ceci est peut-être plus fondamental encore, la demande de monnaie n'est elle-même pas déterminée par les seuls besoins de la production. Non seulement le crédit aux entreprises n'est pas la seule source de la création monétaire comme nous l'avons dit au chapitre précédent, mais plus fondamentalement, le désir de monnaie est par nature infini, ce qui permet de contester la thèse d'un ajustement spontané de l'offre de monnaie à une demande de monnaie finie déterminée par la demande de biens. Le désir de monnaie constitue en effet le « désir-maître » (selon l'expression de Frédéric Lordon¹), c'est-à-dire celui qui subsume en lui-même tous les autres (la forme liquide du désir, ne s'investissant dans aucun objet déterminé) en tant que la monnaie donne accès à tous les biens et services marchands, ainsi qu'à la sécurité face à l'avenir, au prestige et à diverses formes de pouvoir : dès lors, le désir de monnaie ne connaît pas de saturation spontanée (on ne refuse pas un billet supplémentaire offert par un tiers comme on refuse un café gratuit supplémentaire quand on en a déjà consommé suffisamment). En quel sens peut-on alors dire que l'offre de monnaie s'adapte à la demande ? En vertu de quoi s'agirait-il d'une demande finie (comparable à celle des biens d'utilité marginale décroissante modélisée par les néoclassiques), et donc susceptible d'être satisfaite par un niveau d'offre suffisant ? Cela n'a de sens qu'à condition de supposer, comme le font Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, que la demande de monnaie est en réalité déterminée par la valeur de la production qu'elle finance et dont elle permet la circulation : dès lors, loin d'être infinie, elle serait limitée par le niveau de la demande de biens réels (qui, elle, obéit à un principe de saturation).

¹ Frédéric Lordon, « La liquidité, le fantasme du désir-maître capitaliste », in Frédéric Lordon (dir.), *Capitalisme, désir et servitude. Marx et Spinoza*, Paris, La Fabrique Editions, 2010, p. 63 à 66.

Cela revient à dire que la valeur de cette production *préexisterait* à sa forme monétaire et déterminerait ainsi la quantité finie de monnaie à créer. Telle n'est bien sûr pas notre conception, puisque nous souscrivons à la théorie institutionnelle de la valeur (telle qu'André Orléan l'expose dans *L'Empire de la valeur*). Cela n'exclut pas pour autant que la demande de monnaie puisse être modérée par l'encastrement de l'institution monétaire dans le rapport d'endettement (donc dans un affect triste : l'obligation de rembourser, intérêts compris, pour se libérer du fardeau de la dette) ou dans un métal précieux totémisé (qui a une rareté, un coût d'extraction contrariant le désir, ou une valeur marchande supérieure à sa valeur faciale et qui détourne de la monnaie pour préférer la fonte et la revente du métal), ou encore par une crise de confiance dans le signe monétaire. Mais l'aspect fini de la demande de monnaie ne doit alors rien à la nature ontologique de celle-ci : elle s'explique uniquement par les formes institutionnelles que revêt le mécanisme d'émission.

De même, l'ajustement de l'offre de monnaie à cette demande, et plus encore aux besoins de la production réelle, n'est nullement assuré par nature : loin d'être déductible de la nature de la monnaie, l'éventuelle autorégulation des émissions (sensée éviter toute cause proprement monétaire d'instabilité macroéconomique) dépend en réalité des mécanismes concrets de mise en circulation. Or il semble à la lumière de l'histoire des crises monétaires que les processus d'ajustement de l'offre de monnaie à cette demande sont loin d'être immédiats, optimaux et garantis comme l'espère la conception révolutionnaire de l'endogénéité. Ainsi, il se peut que la demande de monnaie dépasse largement les besoins du commerce (puisque, loin de refléter un désir fini de marchandises, elle exprime un désir-maître par nature insatiable, venant financer la production mais aussi bien nourrir la spéculation ou la thésaurisation) et rencontre une offre également excessive pour des raisons variant selon les formes institutionnelles de la monnaie et son mode d'émission (par exemple du fait de la découverte de nouvelles mines d'or dans le cas des monnaies métalliques, comme on l'a vu, ou d'une politique de taux trop accommodante de la part de la Banque centrale). La masse monétaire croit alors à un rythme trop rapide, générant une inflation ou une bulle spéculative.

Même l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement au sein du système bancaire moderne ne garantit nullement son ajustement aux besoins du commerce. La Banque centrale peut fort bien se montrer trop accommodante comme on l'a dit (par exemple par peur qu'une hausse des taux ne précipite un grand nombre de débiteurs dans la faillite, entraînant une crise financière), or si l'offre de monnaie n'est pas suffisamment limitée, la demande ne se modèrera pas nécessairement d'elle-même par le simple fait que le désir infini d'argent viendrait buter sur la contrainte de solvabilité des agents emprunteurs. En effet, il se peut que la demande de monnaie demeure excessive parce que l'inflation qu'elle suscite viendrait alléger le poids réel des dettes, ou parce qu'elle nourrirait une bulle spéculative venant accroître la valeur des collatéraux fournis aux banques par les emprunteurs : dans ce cas, hausse des prix et surémission monétaire sont au contraire susceptibles de s'entretenir mutuellement !

Nous reviendrons plus en détail sur ces mécanismes dans une autre section, mais notons qu'ils expriment une contradiction fondamentale entre le caractère collectif de l'institution monétaire, fondement du langage de la valeur dans lequel s'expriment les prix, et l'aspect décentralisé de son émission quand elle est abandonnée aux forces du marché du crédit. L'offre et la demande qui s'expriment sur ce marché sont en effet guidées par des intérêts particuliers, et ne visent bien sûr pas à remplir une fonction macroéconomique : personne ne s'endette pour assurer la stabilité des prix, la croissance ou le plein-emploi. Pourtant, ce sont des décisions privées qui déterminent, à l'échelle agrégée, le montant et le rythme de variation de la masse monétaire, dont dépendent largement ces variables (niveau général des prix, croissance, emploi). L'endettement des agents est donc fonctionnalisé dans un système d'argent-dette, sans que rien n'assure qu'ils remplissent cette fonction de manière optimale. Pire, les décisions privées de prêt et d'emprunt sont elles-mêmes affectées par la conjoncture qu'elles déterminent. L'endogénéité implique que la quantité de monnaie en circulation varie de manière pro-cyclique, de sorte que loin de garantir la stabilité macroéconomique, elle le fragilise.

La création monétaire peut être excessive, comme nous venons de le voir, mais elle peut tout aussi bien être insuffisante, provoquant déflation et récession. Cela peut paraître paradoxal : si le désir de monnaie est par nature infini, comme nous le supposons, un tel manque de liquidités dans l'économie ne peut *a priori* s'expliquer que par les contraintes qui pèsent sur l'offre de monnaie (le manque de métal précieux ou une politique de taux trop restrictive, par exemple), de sorte qu'il suffit que la Banque centrale se montre accommodante pour éviter tout risque de sous-émission. Toutefois, et ce point est fondamental pour notre recherche, l'insuffisance de la création monétaire par rapport aux conditions de la stabilité macroéconomique peut aussi s'expliquer par l'insuffisance de la demande de monnaie elle-même, dès lors que le mécanisme d'émission vient la modérer en lui associant un coût qui la rend finie, et que ce coût se trouve être conjoncturellement prohibitif. C'est typiquement le cas dans un système moderne d'argent-dette quand la monnaie créée devra être remboursée, mais que l'incertitude sur l'avenir alourdit le fardeau de la dette dans l'esprit des potentiels emprunteurs, menant à un *credit crunch* même en cas de taux bas voire nuls, ou, plus encore, quand la déflation créée par cette destruction monétaire alourdit le poids réel des dettes dans une spirale alimentée par le désendettement lui-même. Loin de garantir son ajustement aux besoins du commerce, l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement au sein du système bancaire moderne peut donc s'avérer être un facteur d'instabilité supplémentaire, allant jusqu'à détruire la monnaie.

Nous reviendrons là encore sur le détail de ces mécanismes dans une autre section, mais notons qu'il s'agit d'une deuxième contradiction de la monnaie endogène : l'injection de liquidités dans l'économie pour relancer la demande (par l'affect joyeux du pouvoir d'achat) ne peut se faire qu'en dégradant le passif des agents qui pèse sur cette demande (par l'affect triste du fardeau de la dette). Ceci contribue à expliquer les cas historiques de tensions déflationnistes dans un système de crédit moderne, comme la Grande Dépression des années 1930 ou la Grande Récession et l'atonie économique de la décennie 2010 (cette dernière crise est moins marquée que celle de 1929 du fait d'une meilleure réponse des Banques centrales dans l'offre de monnaie, mais se heurte tout de même à une insuffisance de la demande dans un contexte de surendettement

généralisé, comme on le verra au Chapitre VII), exemples qui semblent contredire la conception optimiste de l'endogénéité de Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi¹.

2) Retour critique sur la conception postkeynésienne de la monnaie de crédit

A la lumière de ce qui a été dit, précisons nos divergences avec la théorie de nos auteurs postkeynésiens. Commençons par rappeler que nous admettons bien sûr avec eux la nécessité d'une monnaie commune à tous les agents économiques, permettant une mise en forme comptable homogène de la production de toutes les entreprises (et donc la circulation de cette production en dehors des entreprises dans l'ensemble de la communauté marchande), et par conséquent la nécessité que cette monnaie soit émise par un tiers unique (le système bancaire unifié par la Banque centrale) dont les auteurs soulignent le rôle dans des relations marchandes nécessairement « triangulaires ». Mais nous divergeons sur la suite du raisonnement : cette monnaie devrait en outre être mise en circulation par le crédit à en croire Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, qui y perçoivent implicitement le moyen de lui assigner une *quantité* et une *durée de vie limitées*, correspondant à celles de la production dont elle n'est après tout à leurs yeux que la mise en forme, et qui seule lui confère sa valeur. Loin de refléter la réalité historique, la logique sous-jacente est selon d'ordre normatif.

En effet, les auteurs considèrent que la monnaie ne *doit* être qu'un reflet comptable de la production, un simple droit de tirage sur elle, et dès lors qu'elle *doit* apparaître avec la production, disparaître quand celle-ci est écoulee, et varier en quantité en fonction d'elle, puisque la monnaie n'est que l'instrument de sa répartition/circulation. Dans cette optique, l'obligation des entreprises d'en passer par le crédit bancaire joue également un rôle essentiellement normatif : la dette est au fond *le moyen d'obliger les entreprises à se procurer, sur le marché des biens et services, autant de monnaie qu'ils en ont empruntée initialement* pour distribuer des revenus et

¹ Et avec eux les auteurs postkeynésiens ou circuitistes qui n'adhèrent pas nécessairement à leur conception « révolutionnaire » de l'endogénéité, c'est-à-dire à sa prétention à une validité transhistorique, mais pensent tout de même que dans une économie monétaire de production dotée d'un système de crédit moderne et d'une Banque centrale accommodante, la création monétaire s'autorégule, de sorte qu'il n'y a plus de cause proprement monétaire à l'instabilité macroéconomique, qui ne s'explique plus que par des causes financières et par l'insuffisance de la demande globale.

mettre en œuvre la production. C'est donc comme si l'ensemble de la circulation monétaire, le bouclage du circuit, reposait entièrement sur la contrainte de la dette que les entreprises ont dû souscrire. Comme si la raison fondamentale pour laquelle les entreprises s'affrontent sur le marché concurrentiel des biens et services pour capter le plus de monnaie possible (donc de parts de marché) en écoulant leurs produits, était non pas tant le désir de profit, d'accumulation de richesses monétaires (susceptibles d'être ensuite conservées sous formes d'encaisses, dépensées en biens réels ou encore réinvesties ou placées dans des titres qui en permettent l'accumulation sans fin), que *l'obligation de rembourser le crédit bancaire qu'elles avaient initialement contracté pour distribuer des revenus...* C'est là une interprétation sans doute exagérée des thèses postkeynésienne ou circuitistes, mais il nous semble tout de même que l'idée y est bien présente de manière sous-jacente : plus que le désir de monnaie en tant que tel, ou même que le désir de biens, c'est l'obligation de remboursement de la *dette*, donc la création monétaire *par le crédit bancaire*, qui serait le moteur essentiel de la circulation marchande, et le mécanisme d'ajustement qui l'ancre dans les besoins de la production.

Nous devons ici admettre que le raisonnement s'appuie en partie sur des éléments véridiques. Prenons le temps de les détailler. Il est vrai que l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement emporte deux conséquences majeures dont on peut espérer au premier abord qu'elle fonde l'autorégulation des émissions : d'une part, elle confère *une durée de vie limitée* à chaque unité monétaire en circulation, qui devra être remboursée au terme du crédit, et par là-même détruite ; d'autre part, elle rend la création monétaire nécessairement *payante* et donc *limitée en quantité*, puisqu'elle devra donner lieu au remboursement du principal et des intérêts. Notons d'ailleurs que ces deux caractéristiques sont assez spécifiques du système d'argent-dette (et peuvent à ce titre sembler sauver la thèse de l'autorégulation des émissions monétaires à l'époque de l'argent-dette, à défaut de sauver son caractère prétendument transhistorique) : en effet, les monnaies métalliques ou fiduciaires pouvaient théoriquement circuler indéfiniment (même si l'usure ou les réformes monétaires mettaient en pratique fin un jour ou l'autre à cette circulation), et l'aspect payant de la création monétaire n'était pas inévitable. Ce dernier point est discutable,

puisque dans le régime de monnaie métallique qui précède l'apparition de l'argent-dette, les agents privés ne pouvaient faire transformer en pièces leurs avoirs en or moyennant un coût (le seigneurage prélevé par le souverain). Mais l'émission de monnaie pouvait en théorie être entièrement gratuite dès lors que l'émetteur détenait lui-même le métal frappé : la découverte ou le prélèvement d'un stock d'or par un souverain (ou un seigneur ou monastère aux époques de grande fragmentation monétaire) lui permettait théoriquement de frapper monnaie sans coût (ou du moins à un coût inférieur à la valeur des pièces créées) et de la mettre en circulation en le dépensant (*via* la paye des soldats ou des fonctionnaires, par exemple). Tel n'est plus le cas dans un système d'argent-dette : la souscription d'un crédit bancaire ou l'émission d'une obligation dont l'achat est monétisé par la banque représente au contraire un coût pour le bénéficiaire de la création monétaire moderne, qui ne se voit attribuer la monnaie créée qu'à titre temporaire, à charge de remboursement, et doit en outre payer des intérêts sur cet emprunt (et ce même quand il s'agit du souverain lui-même, qui ne peut battre monnaie à son profit s'en s'endetter lui-même¹).

L'argent-dette est donc une monnaie payante, et chrono-limitée. Cela la rend-elle susceptible de faire l'objet d'une demande limitée reflétant les variations de la production réelle ? C'est ce que les circuitistes comme Alain Parguez ou Frédéric Poulon intègrent dans leur raisonnement en indiquant qu'une « contrainte d'annulation » de la monnaie par le remboursement des crédits pèse sur les firmes, donc une contrainte de réalisation de profits suffisants, sans quoi la « condition keynésienne de crise » est remplie². Celle-ci s'explique par un excès d'épargne : la cause de l'instabilité n'est jamais située dans le processus d'émission lui-même. Comme nous l'avons dit au chapitre précédent, ce type d'approche pêche en supposant que la seule source de la création

¹ En effet, au-delà du crédit accordé par des banques privées à des agents privés, la création monétaire est payante même quand la puissance publique en est à la fois l'origine et le bénéficiaire, par exemple *via* des avances de la Banque centrale au Trésor (aujourd'hui prohibées) ou le rachat des titres souverains par la Banque centrale sur le marché secondaire (aujourd'hui massifs, on y reviendra en fin de thèse) : la monnaie est *avancée* et doit être *remboursée* (avec intérêts, même si dans ce cas les intérêts versés par l'Etat-débiteur reviennent à l'Etat actionnaire de la Banque centrale).

² Le revenu des entreprises devient négatif ($I - S < 0$), ce qui revient à un déficit d'investissement ou un excès d'épargne : lors d'une crise, l'épargne est supérieure à l'investissement ($I < S$). Frédéric Poulon, « Le circuit keynésien : *unde, ubi et quo* », in Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot (dir.), *L'économie postkeynésienne, op. cit.*, Chapitre VII, p. 127 à 144, p.133.

monétaire est le crédit aux entreprises, oubliant les ménages ou les administrations publiques. Toutefois, on notera que la « contrainte d'annulation » pèse selon nous tout autant sur les entreprises que sur les ménages qui bénéficient de crédits bancaires, ou sur tout agent, public ou privé, dont les titres de dette sont achetés par les banques par création monétaire. Dès lors qu'une telle contrainte de remboursement pèse sur le bénéficiaire de la création monétaire, seul un agent envisageant un flux de revenus futurs supérieur à ce remboursement, intérêts compris, peut rationnellement formuler une demande de monnaie : c'est typiquement le cas si le crédit bancaire finance l'acquisition d'un capital dont le rendement attendu est égal ou supérieur à l'intérêt de l'emprunt. On retrouve là ce que Jean Cartelier avait compris : le crédit bancaire monétise le capital¹. Or ceci pourrait plaider en faveur d'une autorégulation des émissions.

On pourrait en effet en déduire que, quelle que soit sa source, la création monétaire est toujours ultimement liée à la production, qu'elle finance directement ou indirectement, puisque le flux de revenus qu'elle monétise ne peut provenir que d'un flux de production (sauf à ce qu'il vienne d'une liquidation progressive d'actifs, modèle qui se heurtera vite à la limite du patrimoine initial). Mais cette interprétation nous paraît infondée : si en régime d'argent-dette, les émissions monétisent le capital, rien ne garantit à nos yeux que celui-ci finance la production, puisque le capital peut aussi bien se fonder sur une logique spéculative. Même le crédit bancaire aux entreprises peut nourrir la spéculation financière au service de la valeur actionnariale, comme c'est typiquement le cas aujourd'hui quand les entreprises y recourent pour financer le rachat de leurs propres actions (*buybacks*) : le crédit bancaire qui finance une telle opération a pour effet d'augmenter la valeur boursière de l'entreprise, mais sans que la moindre unité monétaire supplémentaire ait été injectée dans la production. La création monétaire par le crédit nourrit alors une bulle financière, soit une forme d'inflation localisée sur le marché des actions – ce qui contredit d'ailleurs nos auteurs, pour qui l'inflation n'a jamais de cause monétaire². L'encastrement de la création monétaire dans

¹ Jean Cartelier, *La Monnaie*, *op. cit.*

² Le contre-argument postkeynésien serait sans doute que la cause fondamentale de cette bulle est moins la création monétaire que la lutte entre groupes sociaux (le conflit de répartition entre capitalistes et

la dette n'est donc pas un moyen infaillible d'ancrer son évolution dans celle de la production.

Comme nous l'avons dit, le fait que la monnaie soit payante (et donc que son demandeur doive disposer de la perspective d'un flux de revenus futurs) est à nos yeux ce qui rend la demande de monnaie finie : si l'argent était « gratuit », c'est-à-dire si la création monétaire apportait à son bénéficiaire non pas une dette à régler (affect triste) mais simplement un pouvoir d'achat (affect joyeux) comme dans les modèles d'*helicopter money* ou de *100% Money* qu'on évoquera en fin de thèse, alors la demande de monnaie serait infinie, et seule la limitation de l'offre contiendrait la masse monétaire dans des limites propres à assurer la stabilité des prix. Nous soutenons donc contre Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, que seule l'endogénéité, c'est-à-dire l'encastrement de la création monétaire dans le crédit bancaire, permet de limiter la demande de monnaie, donc de parler d'une demande finie¹ à laquelle s'adapterait (ou même pas, selon nous) l'offre de monnaie. Ainsi, l'endogénéité serait historiquement construite, et non transhistorique. Mais une demande de monnaie ainsi limitée par son encastrement dans la dette n'est pas pour autant gage de stabilité. Au contraire, comme nous l'avons dit, l'endogénéisation de la monnaie peut être un nouveau facteur d'instabilité, qui s'ajoute à l'ambivalence inhérente à l'institution monétaire.

Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi voient dans la monnaie de crédit une simple expression historique de la nature même de la monnaie, n'apportant à ce titre aucune rupture radicale avec les formes antérieures, qui exprimaient à leur manière cette même nature profonde. A nos yeux, le crédit bancaire altère au contraire en profondeur la monnaie, non sans doute dans sa nature même, mais au moins dans ses

salariés), mais d'une part cette lutte porte ici sur la valeur de l'action et non sur le partage du revenu (elle n'a donc pas de rapport direct avec la production), et d'autre part l'inflation du cours des actions passe bien par de la création monétaire.

¹ Se rapprochant de la demande d'emprunt sur le marché des fonds prêtables telle que la modélisent les néoclassiques, puisque les agents sont indifférents à l'origine de la monnaie qu'ils empruntent (épargne ou création monétaire). La demande de monnaie en régime d'encastrement de l'émission dans la dette dépendrait par exemple de l'utilité de la dépense que cette création monétaire finance (par exemple pour un particulier, l'achat d'un véhicule) ou du profit escompté de l'investissement (ou du placement spéculatif) qu'elle permet, mais aussi du « fardeau de la dette », c'est-à-dire du risque de défaut de paiement (croissant avec le coût de l'emprunt, donc avec le taux d'intérêt mais aussi le montant du principal) pondéré par l'aversion au risque de l'emprunteur – bien que ces différents paramètres ne soient pas véritablement quantifiables en situation d'incertitude radicale.

propriétés fondamentales, en la rendant payante et chrono-limitée, et en abandonnant son émission aux forces décentralisées du marché du crédit. Or cette évolution majeure de la création monétaire ne va pas nécessairement dans le sens d'une meilleure autorégulation. Si celle-ci n'était selon nous pas garantie dans les formes antérieures, comme nous avons tenté de le montrer à travers divers exemples historiques, elle ne l'est pas davantage dans le cas d'une monnaie de crédit. Les faits suggèrent que la mise en circulation de la monnaie par le crédit n'assure pas mécaniquement l'objectif que lui assignent implicitement Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi, à savoir l'ajustement de l'offre de monnaie à une demande supposée déterminée par le niveau de la production. Mais pire encore, un tel mode d'émission crée un risque nouveau : la destruction pure et simple de la monnaie sous l'effet des remboursements – risque qui n'existait pas dans les précédentes formes de monnaie, que seule une crise institutionnelle majeure ou une crise d'hyperinflation pouvait faire entièrement disparaître. Or, comme nous l'avons évoqué, l'endogénéisation de la monnaie peut non seulement conduire à des sur- ou sous-émissions pro-cycliques très déstabilisatrices, mais aussi à entrer dans une spirale d'autodestruction intégrale. Approfondissons à présent ces mécanismes de déstabilisation, découverts par des auteurs comme Wicksell et Fisher.

III/ La découverte progressive de l'instabilité de la monnaie endogène

1) *Des néoclassiques à Knut Wicksell : la création monétaire par le crédit comme processus cumulatif dépourvu de force de rappel*

L'encastrement de la création monétaire dans la dette *fonctionnalise* l'endettement : le recours à l'emprunt se voit désormais assigner la *fonction macroéconomique* de créer la monnaie au niveau correspondant à celui de la production. Or les emprunteurs privés n'ont, pas plus que les prêteurs bancaires, d'objectifs macroéconomiques lorsqu'ils nouent des contrats : ils n'empruntent et ne prêtent pas pour assurer que la masse monétaire atteigne le niveau nécessaire à l'équilibre des marchés, à la stabilité des prix ou au plein-emploi des ressources productives. La question est donc : y a-t-il un mécanisme d'ajustement spontané qui guide le choix des acteurs, sans qu'ils en soient conscients, afin d'ajuster la masse

monétaire aux conditions de la stabilité macroéconomique, ou le fait de mettre la monnaie en circulation par la dette est-il au contraire un facteur d'instabilité ? Le mécanisme d'ajustement couramment mis en avant en économie est bien sûr la libre variation des prix, soit, ici, du taux d'intérêt, mais peut-on dire qu'il joue véritablement un rôle régulateur ? Dans la vision néoclassique pure, le taux d'intérêt est formé par la rencontre de l'offre et de la demande sur le marché des fonds prêtables, et sa libre variation assure mécaniquement l'égalisation de l'épargne disponible et de l'investissement : le marché des capitaux n'est qu'un marché parmi d'autres, tous les marchés étant toujours à l'équilibre grâce au libre jeu de l'offre et de la demande. Mais la question de la création monétaire est justement absente d'un tel modèle : la masse monétaire est présupposée, les prêts ne se finançant que par une épargne préalable.

Dans la vision qui prévalait à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle, la monnaie n'est conçue que comme un voile sur l'économie, sans véritable rôle : les prix relatifs des biens se déduisent de leur seule utilité ou rentabilité marginale sous hypothèse d'équilibre de tous les marchés, la quantité de monnaie en circulation déterminant ensuite le niveau général des prix. Comment expliquer ce niveau général des prix, ou, inversement, le pouvoir d'achat de la monnaie ? Si la monnaie est une marchandise parmi d'autres (étalon-or), son prix n'est au fond que le prix relatif de la marchandise choisie comme numéraire. Si la monnaie est une pure institution sociale, sans valeur fondamentale, alors son pouvoir d'achat est conventionnel : il n'a de toute façon aucune importance, variant en fonction de la quantité en circulation sans aucun impact sur les prix relatifs, ni sur les quantités échangées – mais impactant les prix nominaux, qui fluctueront proportionnellement à la masse monétaire¹. Or c'est justement là que l'économie néoclassique peine à penser une monnaie de crédit permettant la stabilité des prix. Etant fondamentalement une économie des biens et de leurs prix relatifs,

¹ Selon la Théorie Quantitative de la Monnaie, toute augmentation de la masse monétaire a un effet inflationniste – et exclusivement inflationniste : toute augmentation de la masse monétaire provoque une augmentation proportionnelle des prix, sans effet sur les quantités échangées – et, inversement, l'inflation n'a de cause que monétaire. Fisher propose la formalisation la plus aboutie de la thèse de la neutralité monétaire à travers l'équation des échanges : $M.V + M'.V' = P.Q$, où M désigne la quantité de monnaie en circulation, M' celle des dépôts à vue, V et V' leurs vitesses de circulation respectives (supposée fixe), P le niveau général des prix et Q les quantités échangées : toute augmentation de M ou M' crée une augmentation de P sans affecter Q (Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money, op. cit.*).

l'économie néoclassique ne peut concevoir la monnaie scripturale que comme dépourvue de valeur fondamentale, puisqu'elle se trouve créée *ex nihilo* par le crédit, de sorte que la masse monétaire peut varier sans aucun ancrage physique et ne peut trouver de valeur stable. Les variations du taux d'intérêt sur le marché du crédit ne sont dès lors plus un mécanisme d'ajustement, mais la source de fluctuation de la masse monétaire et des prix. C'est ce qu'a compris l'économiste suédois Knut Wicksell à la fin du XIX^e siècle : même si celui-ci croit à l'équilibre de tous les marchés réels, le marché monétaire ne lui semble pas susceptible d'une autorégulation, et constitue au contraire un élément perturbateur.

Dans *Intérêt et prix* (1898)¹, Wicksell définit le concept de taux d'intérêt naturel comme le taux, égal à la rentabilité physique intrinsèque du capital², qui égalise l'offre et la demande de fonds prêtables, soit l'épargne et l'investissement, sans perturber l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché des biens et services (déterminé indépendamment du marché des capitaux monétaires : dans une vision dualiste, l'auteur imagine dans un premier temps des prêts en nature), donc sans causer d'inflation. Mais il introduit ensuite la monnaie. Plus précisément, comme le souligne Robert Boyer, « Wicksell théorise [...] le passage d'une monnaie à base métallique à un système de crédit. »³ L'introduction de la monnaie dans son raisonnement amène donc une nouvelle variable : le taux d'intérêt monétaire. Déterminé sur un marché plus concentré que celui du capital physique, ce dernier s'avère plus erratique que ne l'est le taux d'intérêt naturel. L'apparition de la monnaie de crédit permet en effet à l'offre de monnaie de ne plus être soumise à des forces structurantes aussi puissantes que celle du capital physique, du fait de l'élasticité du crédit : les banques peuvent accorder des crédits aux entreprises au-delà de leurs réserves, donc financer l'investissement non plus seulement par l'épargne mais aussi par la création monétaire. Selon l'auteur, cette

¹ Knut Wicksell, *Interest and prices*, Londres, Macmillan, 1936 (1898).

² Comme le notera rapidement l'économiste suédois Erik Lindhal, il est absurde de le supposer homogène car il existe autant de rendements propres que de biens capitaux : le concept n'a donc de sens que dans un monde à un seul bien – ou dans un monde avec une pluralité stable de biens que l'on peut subsumer sous le concept de marchandise-composite à la manière de Piero Sraffa (*Production de marchandises par des marchandises*, 1960).

³ Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 2, 1988, p. 143 à 178, p. 174.

création monétaire diminue le taux d'intérêt monétaire qui chute sous le taux d'intérêt naturel : cela diminue le coût du capital pour les entrepreneurs et augmente ainsi leurs profits. De nouveaux investisseurs étant attirés par la perspective de profits élevés, la faiblesse du taux d'intérêt bancaire ouvre une phase d'expansion : Wicksell semble donc admettre un effet réel de la quantité de monnaie en circulation sur le niveau de la production et des revenus. Celui-ci se conjugue cependant à un effet nominal qui est au cœur de son analyse : la demande de biens de production augmente du fait de l'entrée de nouveaux acteurs, ce qui entraîne de l'inflation. Inversement, si le taux monétaire s'élève au-dessus du taux naturel, l'emploi diminue, tout comme les prix. La question de l'ajustement se pose alors :

« Nous sommes confrontés à la question de savoir si les banques peuvent maintenir continuellement un taux d'intérêt monétaire en dessous du taux naturel, et pousser ainsi les prix de plus en plus haut. Si nous examinons la question seulement sous l'angle de la solvabilité des banques et supposons des systèmes de crédit complètement développés, il n'existe clairement pas d'autre limite que celle découlant de l'utilisation du métal précieux dans ses usages industriels. »¹

Aucune limite ou force de rappel ne vient véritablement enrayer le « processus cumulatif » selon Wicksell (du moins dans la première version de sa théorie), en-dehors de la contrainte de la quantité de métal disponible qui existait en régime d'étalon-or : l'inflation domestique entraîne une perte de valeur de la monnaie et des sorties d'or en dehors du pays, ce qui conduit les banques à relever le taux d'intérêt monétaire pour reconstituer leurs réserves. Un système de crédit pur ne rencontrerait pas un tel obstacle – et même à l'époque de l'étalon-or, Wicksell considère que l'innovation financière accroît l'élasticité du système financier pour répondre à la demande de monnaie malgré la contrainte de réserves. Rien n'assure donc mécaniquement la convergence rapide des taux d'intérêts naturels et monétaires².

¹ Traduit par Christian de Boissieu, « Knut Wicksell : les deux taux d'intérêt », le Cercle des économistes, *La Tribune de l'été*, 25/07/2011, p. 20, <https://lecercladeseconomistes.fr/knut-wicksell-les-deux-taux-dinteret/>.

² Wicksell amendera toutefois sa théorie en 1901, abandonnant l'idée de prêt en nature et de rendement physique homogène du capital, redéfinissant dans le second tome de ses *Lectures d'économie politique* le

2) L'effet Fisher, un mécanisme régulateur ?

Robert Boyer oppose à Wicksell l'argument empirique selon lequel les taux ne sont généralement pas bas lorsque les prix augmentent (art. cit., p. 172) : « d'un point de vue empirique, les périodes d'inflation coïncident rarement avec une baisse du taux d'intérêt nominal, ce qui semble invalider la pertinence de son modèle ». Cependant, Wicksell répond par avance à cette objection que le niveau des taux compte moins que la différence entre les taux monétaire et naturel¹. De plus, on pourrait répondre que la non-coïncidence de la baisse des taux et de l'inflation peut s'expliquer par une politique monétaire délibérément contra-cyclique plutôt que par un ajustement spontané du marché du crédit – et même cette politique contra-cyclique peut échouer à rétablir la stabilité des prix : c'est le problème de la trappe à liquidité, que nos économies européennes connaissent bien depuis la crise de 2008, l'abaissement durable des taux n'ayant pas permis d'écarter la menace déflationniste. Ainsi, quand les périodes d'inflation coïncident durablement avec des hausses de taux, ou que les périodes de déflation coïncident durablement avec des baisses des taux, il faut sans doute y voir non pas un mécanisme d'ajustement spontané du marché remettant en cause la théorie de Wicksell, mais le signe que même une politique contra-cyclique délibérée ne suffit pas à rétablir la stabilité des prix. En revanche, si l'ajustement est spontané, si les taux varient plutôt dans le même sens que les prix, à la hausse en cas d'inflation et à la baisse en cas de déflation (conformément aux cycles de Kondratiev), alors ils ont un effet contra-cyclique, de sorte que l'encastrement de la création monétaire dans le crédit bancaire porte en lui un mécanisme autorégulateur.

Un tel mécanisme d'ajustement pourrait être attribué à « l'effet Fisher » : selon Irving Fisher², l'inflation anticipée est prise en compte dans la détermination du taux

taux d'intérêt naturel comme le taux bancaire qui assure l'égalité de la demande de crédit des entreprises et de l'offre d'épargne des ménages dans le respect de la stabilité des prix (*Vorlesungen über national Ökonomie* (1901), tr. *Lectures on political economy*, Londres, George Routledge & Sons, 1934-35).

¹ Objection que Robert Boyer accepte, à condition de considérer la différence entre taux d'intérêt *réel* et rendement du capital : « L'expérience des années soixante-dix et quatre-vingt est éclairante : c'est le taux d'intérêt réel qui doit être comparé au taux de rendement net du capital. Ainsi, depuis le début des années quatre-vingt, ce sont moins les taux nominaux que réels dont les niveaux inhibent les décisions d'investissement ».

² Irving Fisher, *Appreciation and Interest: A Study of the Influence of Monetary Appreciation and Depreciation on the Rate of Interest with Applications to the Bimetallic Controversy and the Theory of*

nominal (qui équivaut selon la « relation de Fisher » à la somme du taux d'intérêt réel et du taux d'inflation anticipé : $i = r + \pi^a$), de sorte que si l'offre de crédit est excessive, entraînant une chute du taux d'intérêt, une augmentation du volume des prêts et une surémission monétaire, l'inflation qui en résultera provoquera finalement une remontée du taux (effet Fisher), ce qui réduira la demande de crédit, donc la création monétaire. On peut toutefois observer que le taux d'intérêt nominal est également déterminé par d'autres facteurs que l'inflation (par exemple le risque de solvabilité qui détermine la prime de risque, l'arbitrage entre rentabilité et liquidité qui accorde un rôle à la finance spéculative dans la formation du taux d'intérêt comme l'a compris Keynes, les stratégies des banques, etc.), et que l'effet Fisher est empiriquement discutable à court terme¹, voire à long terme². Les données collectées par Fisher lui-même³ sur la période 1825 à 1927 pour différentes villes du monde (New York, Londres, Paris, Berlin, Calcutta et Tokyo) révèlent d'ailleurs que les taux d'intérêt nominaux ne reflètent pas les mouvements de l'inflation, même à long terme, leur évolution étant moins rapide et de plus faible ampleur⁴. L'auteur reconnaissait lui-même (*The Theory of Interest, op. cit*, p. 43) que l'ajustement du taux d'intérêt nominal était insuffisant pour compenser les fluctuations de prix : « when prices are rising, the rate of interest tends to be high but not so high as it should be to compensate for the rise; and when prices are falling, the rate of interest tends to be low, but not so low as it should be to compensate for the fall ». Fisher estime dès lors que le taux d'intérêt réel, loin de rester inchangé, varie fortement avec le niveau général des prix : « When the price level falls, the rate of interest nominally falls slightly, but really rises greatly and when the price level rises, the rate of interest nominally rises slightly, but really falls greatly ».

Interest, Publications of the American Economic Association, New York, Macmillan, 1896, vol. 11, n° 4, p. 8-9 et p. 331 à 442.

¹ Frederic S. Mishkin, « Is the Fisher effect for real? A reexamination of the relationship between inflation and interest rates », *Journal of Monetary Economics*, 1992, p. 195 à 215.

² Yixiao Sun and Peter C. B. Phillips, « Understanding the Fisher Equation », *Journal of Applied Econometrics*, 2004, p. 869 à 886.

³ Irving Fisher, *The Theory of Interest*, New York, MacMillan, 1930.

⁴ Thorvaldur Gylfason, Helgi Tómasson et Gylfi Zoega, « Around the World with Irving Fisher », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 36, avril 2016, p. 232 à 243.

Ainsi, quand bien même l'effet Fisher assurerait un mécanisme régulateur à long terme, il faudrait en passer par une forte inflation pour que l'ajustement se fasse par la remontée des taux nominaux en vertu de la prise en compte de la baisse du taux d'intérêt réel, de sorte qu'il n'y a pas d'autorégulation à court terme. La remontée des taux nominaux peut d'ailleurs être excessive car fondée sur des anticipations d'inflation inappropriée : rien n'exclut *a priori* un sur-ajustement, de sorte que le système d'argent-dette peut bien être la cause de cycles économiques d'origine monétaire, alternant inflation et déflation.

Dans la vision de Wicksell, c'est bien l'instabilité des prix qui l'emporte, comme le souligne Robert Boyer: « Du fait de la relative autonomie de gestion des banques, les pressions à l'ajustement ne sont qu'indirectes et ne font sentir leurs effets que sur la moyenne période. En conséquence, les économies de crédit seraient caractérisées par des mouvements cumulatifs du niveau général des prix, tantôt à la hausse, tantôt à la baisse »¹. Toute cette analyse nous semble partir du fait que les banques privées ne créent de la monnaie que pour accorder des prêts, en vue de faire des profits à l'échelle microéconomique sans se préoccuper de la stabilité macroéconomique (contrairement à la Banque centrale qui, elle, accorde des prêts pour créer de la monnaie, dans un objectif de stabilisation macroéconomique). C'est d'ailleurs ce que pointe Robert Boyer (*ibid.*) : « L'idée de Wicksell est que les banques fixent le taux monétaire en fonction des objectifs qu'elles poursuivent, de leur degré de concertation et bien sûr du change. »

Si l'économiste suédois comprend que la monnaie endogène provoque une instabilité des prix, c'est Keynes et Fisher qui mettront en avant les conséquences potentiellement catastrophiques de l'instabilité monétaire sur les variables réelles. Mais l'un et l'autre ne le comprendront pleinement qu'au cours des années 1930, à la lumière d'une dépression durable qui les mènera à rompre avec l'idée même de cycle s'autorégulant à long terme, pour analyser les mécanismes d'une crise sans solution endogène. Les travaux de Wicksell, qui soulèvent la question de l'équilibrage dynamique de l'investissement et de l'épargne, inspireront à Keynes la théorie des cycles liés au crédit dès le *Traité de la monnaie* (1930), mais ce dernier fait encore du niveau général

¹ Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », *art. cit.*, p. 166-167.

des prix la variable d'ajustement et postule implicitement le plein-emploi des facteurs de production au cours du cycle. Ce n'est qu'avec la *Théorie Générale* (1936) que l'analyse keynésienne rompt avec le postulat néoclassique du plein-emploi présent chez Wicksell, en comprenant que le niveau de l'activité constitue la principale variable d'ajustement de l'épargne et de l'investissement : l'ajustement passe par les quantités autant, si ce n'est plus, que par les prix (du fait de rigidités nominales à la baisse, mais surtout du fonctionnement du circuit économique partant des anticipations guidant les décisions d'investissement des entrepreneurs). Un concept « normatif » de l'équilibre entre épargne et investissement se dégage alors : l'équilibre de plein-emploi, qui n'est plus désormais aux yeux de Keynes qu'un cas possible parmi d'autres (l'inflation ou l'équilibre de sous-emploi étant d'ailleurs plus probables si le marché est abandonné à lui-même). L'économiste britannique insiste sur les effets d'une variation de l'offre de financement sur le niveau réel de la production et de l'emploi plutôt que sur les prix (supposés rigides, ou du moins visqueux, car fixés en situation de concurrence oligopolistique), tout en admettant la possibilité que l'augmentation de la quantité de monnaie émise s'avère sans effet en cas de préférence absolue pour la liquidité générée par une crise de confiance (problème de la trappe à liquidité).

3) *La contrainte de solvabilité mise au jour par le modèle néo-wicksellien de Lévy-Garboua et Maarek (1985)*

Les réponses politiques apportées au déséquilibre dans une optique wicksellienne peuvent différer grandement de celles promues par une lecture proprement keynésienne, car si c'est l'écart entre taux d'intérêt et rendement du capital (la profitabilité) qui cause, par exemple, des tensions déflationnistes et un sous-emploi des ressources productives, la réponse peut consister à restaurer le taux de profit par une baisse des salaires, impôts ou charges sociales, plutôt qu'à abaisser le taux d'intérêt. Ainsi, au milieu des années 1980, Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek¹ proposent une interprétation du ralentissement de la croissance de la production et de la montée du chômage en France inspirée de Wicksell : le taux d'intérêt étant trop élevé, la

¹ Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek, *La dette, le boom, la crise*, Paris, Atlas Economica, 1985.

profitabilité des entreprises diminue, au point que celles-ci, butant sur une contrainte de financement du fait de leur surendettement, freinent la croissance du capital jusqu'à provoquer du chômage. Les auteurs se démarquent ici nettement de la Nouvelle Economie Classique¹, mais leur interprétation de la crise n'est pas centrée sur la demande conformément à l'enchaînement keynésien (chute de la demande → chute de l'investissement → chute des capacités de production) : elle part de la dégradation de la profitabilité (chute des profits → chute de l'investissement → chute des capacités de production → chute de la demande), comme le souligne Henri Sterdyniak dans sa recension de l'ouvrage². Dès lors, loin de préconiser une relance de la demande, les économistes « wickselliens » prônent une politique d'austérité (baisse des salaires et des dépenses publiques) destinée à restaurer les profits, donc, dans un second temps, les investissements, et enfin les emplois, conformément au « théorème de Schmidt » énoncé dix ans plus tôt³. Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek n'excluent pas la baisse du taux d'intérêt par les autorités monétaires pour diminuer le coût du crédit, mais cette politique keynésienne n'est qu'une des réponses possibles au problème de la profitabilité – l'autre étant au contraire franchement austéritaire⁴.

Il n'en reste pas moins que les auteurs soulèvent un problème central : la dépendance de l'investissement, donc de la croissance et de l'emploi, aux capacités d'endettement des entreprises : tant que le taux de rendement du capital est supérieur au taux d'intérêt, l'effet de levier permet d'améliorer la rentabilité financière des firmes,

¹ Notamment du théorème de Modigliani-Miller qui, en 1958, postule la perfection des marchés financiers pour démontrer que la valeur d'une firme est indépendante de sa structure financière, de sorte que le choix des entreprises de recourir à la dette ou au capital serait sans effet sur ses décisions d'investissement, et que les arbitrages financiers n'auraient pas d'impact sur la production.

² Henri Sterdyniak, « *La dette, le boom, la crise* par V. Lévy-Garboua et G. Maarek », *Revue économique*, vol. 38, n° 3, 1987, p. 735 à 751, p. 749.

³ Le 3 novembre 1974, le Chancelier Ouest-Allemand Helmut Schmidt affirme que « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain », ouvrant la voie, après le choc pétrolier, aux politiques de désinflation compétitive destinées à restaurer les marges des entreprises par une compression salariale.

⁴ Notons qu'une réponse possible est la limitation des versements de dividendes pour réduire le coût du capital et restaurer la solvabilité des entreprises (conçue dans ce modèle à agents hétérogènes comme différents des ménages : le profit des entreprises ne se confond pas avec le revenu des ménages détenteurs de capitaux) : la baisse des revenus envisagée ne se résume donc pas à un conflit de répartition sacrifiant les salaires et l'emploi immédiat au maintien de la valeur actionnariale, mais bien un moyen (très discuté comme le montre Henri Sterdyniak) de restaurer les profits des entreprises pour financer les investissements de demain et les emplois d'après-demain.

mais il fragilise leur solvabilité¹. C'est cette contrainte de solvabilité que Wicksell ne semble justement pas avoir intégrée, estimant comme on l'a vu que la solvabilité des banques est, elle, sans limite dans un système de crédit pur, leur permettant d'augmenter les crédits sans fin selon un processus inflationniste cumulatif... ce qui supprimerait de fait la contrainte de solvabilité pour les entreprises – comme le prouvent d'ailleurs les politiques monétaires non-conventionnelles mises en place par la Banque centrale pour enrayer la crise : c'est ainsi que certains économistes déplorent aujourd'hui que la faiblesse des taux d'intérêts, due notamment à la politique monétaire ultra-accommodante, permette à de nombreuses « entreprises zombies » de survivre artificiellement en supprimant la contrainte de solvabilité. Or s'il existe effectivement, en temps normal, une contrainte de solvabilité, l'endettement des entreprises risque d'être limité à un niveau ne permettant pas la croissance de plein-emploi². Comme le résume Jacques Généreux dans sa recension de l'ouvrage de Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek :

« Pour un taux d'intérêt donné [fixé par l'autorité monétaire], il existe un seul taux d'endettement et un seul taux de croissance d'équilibre. Il n'y a aucune raison a priori pour que ce taux de croissance "autorisé" soit précisément celui qui permet le plein emploi de la main-d'œuvre (le taux de croissance "naturel"). »³

Ici réside selon nous un problème majeur du système d'argent-dette. L'investissement (des entreprises, mais aussi bien, à nos yeux, des ménages ou des administrations publiques) peut s'avérer insuffisant pour la simple raison qu'il se finance par l'emprunt : tout surcroît de demande suppose l'accès à un surcroît de liquidités,

¹ Comme le résume Jacques Généreux dans sa recension de l'ouvrage : « La croissance apparaît alors comme une fonction croissante du taux d'endettement. Mais l'intensité de cette relation est décroissante, car la contrainte de solvabilité limite le recours à la dette. Il existe un arbitrage entre l'amélioration de la rentabilité financière et la plus grande fragilité financière de l'entreprise. » Jacques Généreux, « *La dette, le boom, la crise* (Vivien Lévy-Garboua, Gérard Maarek) », *Revue française d'économie*, vol. 1, n° 2, 1986, p. 190 à 193, p. 191.

² Ou, chez Wicksell, la stabilité des prix : dans sa vision dichotomique, l'économiste suédois croit au plein-emploi, mais envisage que l'endettement des entreprises puisse diminuer au point d'amorcer un processus déflationniste, du fait d'une contrainte non pas de solvabilité mais de rentabilité, dès lors que le taux d'intérêt monétaire dépasse le taux d'intérêt naturel.

³ Jacques Généreux, « *La dette, le boom, la crise* (Vivien Lévy-Garboua, Gérard Maarek) », art. cit., p. 191.

lesquelles sont mises en circulation, à l'échelle du système bancaire, par endettement, ce qui exige la présence d'agents suffisamment solvables pour assumer cette demande, or rien n'assure que les capacités d'emprunts ou la volonté d'emprunter des agents privés correspondent au niveau de création monétaire qui assurerait la stabilité macroéconomique.

Comme Henri Sterdyniak, Jacques Généreux souligne la différence d'approche séparant l'analyse wicksellienne qui inspire Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek de la démarche keynésienne (*ibid.*) :

« Par analogie avec la terminologie keynésienne, disons que l'on peut rester durablement en équilibre de sous-emploi du travail, mais non plus en raison d'une insuffisance de la demande de biens et services. Ce qui fait défaut, ici, ce sont les moyens pour financer un volume plus important d'investissement. »

Mais les deux approches nous semblent mériter d'être articulées plutôt qu'opposées (y compris à court terme¹) : la demande dépend en effet à la fois de facteurs psychologiques (le niveau de la confiance dans la demande anticipée, qui détermine les comportements d'investissement ou de placements financiers des entreprises, et de consommation ou d'épargne voire de thésaurisation des ménages) et de facteurs monétaires (l'accès à la liquidité qui solvabilise la demande, et qui dépend de la capacité d'emprunt des agents). Les deux facteurs interagissent bien sûr : la capacité d'emprunt des agents bute sur le niveau de solvabilité, lequel est estimé (par eux-mêmes comme par les banques) en fonction de leurs flux de revenus anticipés, donc du niveau de la production et de l'emploi, eux-mêmes affectés par les facteurs psychologiques. La sortie keynésienne passe idéalement par une relance budgétaire combinée à une relance monétaire : on s'en remet à la capacité d'emprunt de l'Etat, qui vient se substituer aux agents devenus non-solvables (du fait même d'un choc de défiance), mais pour éviter un effet d'éviction de la demande publique sur la demande privée et une hausse corrélative du taux d'intérêt (qui dégraderait à nouveau la

¹ Jacques Généreux semble y voir pour l'essentiel une opposition court terme/long terme (p. 192) : « L'ouvrage a d'ailleurs le mérite de rappeler constamment cet inévitable arbitrage entre le long terme et le court terme. Les auteurs ne sont pas keynésiens : leur préférence va aux politiques qui privilégient le long terme. La sortie de crise suppose alors un retour rapide à l'orthodoxie financière. »

profitabilité des investissements), le déficit public devra se financer au moins pour partie par une création monétaire nette plutôt que par la mobilisation d'une épargne préalable des agents. Ce mécanisme bute aujourd'hui sur la contrainte de solvabilité des Etats eux-mêmes, menacés de surendettement, et sur l'indépendance des Banques centrales qui se voient interdire le financement direct de leur déficit. Quoi qu'il en soit, l'approche keynésienne ne nous semble pas incompatible avec celle, indirectement inspirée de Wicksell, qui met en avant la difficulté, pour les agents butant sur une limite de solvabilité, d'accéder à la monnaie en vue de financer l'investissement, même s'il est vrai que l'économiste britannique met moins en avant ce point-là.

Retenons deux problèmes : le premier, mis en lumière par Wicksell, est l'absence de mécanisme régulateur dans la création monétaire *ex nihilo* par le crédit bancaire, ce qui mène à un processus cumulatif de sur- ou de sous-émission, donc d'inflation ou de déflation (ce facteur déstabilisateur révélant l'excès ou l'insuffisance de la demande pouvant selon Keynes écarter l'économie du sentier de croissance de plein-emploi) ; le second, mis au jour par Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek dans une optique néowicksellienne, est la limite de solvabilité des agents sur laquelle risque de buter la création monétaire dès lors qu'elle est encadrée dans le rapport d'endettement. Le premier problème est susceptible d'être résolu par la régulation du taux d'intérêt : Wicksell analyse les causes de l'instabilité des prix due à l'absence d'autorégulation de la création monétaire par le crédit bancaire, mais comme le rappellent Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, il ouvre aussi la voie à une régulation politique de la monnaie endogène, étant « le premier théoricien à introduire de manière opérationnelle pour le guidage de la politique monétaire » l'idée d'ajuster le taux d'intérêt bancaire au taux d'intérêt naturel¹. La politique de taux peut cependant se heurter au second problème : la limite de solvabilité des agents, qui risquent de ne pouvoir s'endetter davantage, même à taux nul. La régulation de la monnaie endogène se heurte donc au taux plancher : c'est la trappe à liquidité mise au jour par Keynes.

¹ « L'autorité monétaire devrait fixer son taux d'intérêt directeur (taux nominal) à un niveau égal au taux naturel si elle recherche la stabilité des prix (inflation zéro) », Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, op. cit., Chapitre VI, § « Régulation en monnaie endogène : approche wicksellienne et ciblage de l'inflation », p. 288 à 292.

4) *Des cycles de crédit à la spirale désendettement-déflation : l'instabilité de la monnaie endogène selon Irving Fisher*

Fisher a lui aussi radicalement révisé sa conception de l'économie et de la monnaie à partir de 1931 : sans avoir été aussi loin que Keynes dans la rupture avec la théorie néoclassique, il a tout de même intégré l'ampleur des déséquilibres introduits par ce que nous nommons l'encastrement de la monnaie dans le marché de la dette. Une telle capacité de remise en question, assez rare chez les économistes, doit être portée à son crédit, même si Fisher a été grandement aidé en cela par le krach financier de 1929 et la catastrophe industrielle qui s'en suivit, car ces événements spectaculaires (et, partant, impossibles à négliger) étaient en contradiction brutale avec sa vision initiale de l'économie. Cela le poussera à découvrir, dans une analyse de la crise qui a fait date (et pour laquelle l'épisode des *subprimes* a nourri un intérêt renouvelé des économistes depuis 2007), l'importance d'un mécanisme d'échelle collective qui sape l'autorégulation du marché au point d'affecter durablement le niveau de la production et de l'emploi : la spirale de la déflation par le désendettement. Mais dès 1911, Fisher avait commencé à rompre, dans *The Purchasing Power of Money*, avec l'idée d'autorégulation du marché du crédit par le taux d'intérêt, idée qu'il avait initialement défendue pour préserver la thèse de la neutralité de la monnaie¹.

Influencé par un demi-siècle de perturbations monétaires aux Etats-Unis (déflation de 1873–1896, inflation de 1896–1913, ruées bancaires de 1873, 1893 et 1907, Grande Guerre), cet ouvrage admet déjà un effet à court terme des fluctuations de la masse monétaire et du taux d'intérêt sur les variables réelles, tout en maintenant la neutralité de la monnaie à long terme. C'est la théorie des cycles de crédit, qui en explique la dynamique, l'amplitude et la durée par des variations dans le pouvoir d'achat

¹ La théorie du taux d'intérêt de Fisher, développée dans *The Rate of Interest* (New York, Macmillan, 1907) et surtout dans *The Theory of Interest* (New York, Macmillan, 1930), en fait un prix flexible déterminé sur le marché des fonds prêtables par la rencontre de l'offre d'épargne (fonction du degré de préférence pour le présent) et de la demande d'investissement (fonction du « rendement par rapport au coût »). Dans *Appreciation and Interest* (1896), Fisher affirmait que le taux d'intérêt nominal ainsi formé intègre l'inflation anticipée ($i = r + \pi^a$: c'est la « relation de Fisher ») car les agents raisonnent en termes réels, de sorte que le taux d'intérêt réel n'est pas affecté par les variations du niveau général des prix (« effet Fisher »). Dès lors, les variations de la masse monétaire sont neutres sur la demande de crédit et le niveau de l'investissement, de sorte qu'il n'y a pas d'impact indirect, via le taux d'intérêt, de la quantité de monnaie en circulation sur les variables réelles. Irving Fisher, *Appreciation and Interest*, *op. cit.*

de la monnaie. Le Chapitre IV nuance la thèse de l'effet Fisher formulée quinze ans plus tôt dans *Appreciation and Interest* (le taux d'intérêt réel demeurerait constant malgré les fluctuations du niveau général des prix, puisque le taux nominal intègre l'inflation) en introduisant un délai d'ajustement. A court terme, un choc monétaire expansionniste ne sera pas intégralement absorbé par une hausse du taux nominal, car les banques n'anticipent pas parfaitement le taux d'inflation futur, ce qui diminue le taux d'intérêt réel. Cette baisse du coût d'emprunt provoque un emballement du crédit bancaire, lequel renforce la hausse des prix déjà amorcée par le choc monétaire initial. Le processus est donc auto-entretenu, mais il finit toutefois par buter sur la contrainte de réserves des banques : menacées d'insolvabilité, celles-ci finissent par accroître brutalement le taux d'intérêt nominal, de sorte que le prix du crédit finit par s'ajuster avec retard sur la hausse du niveau des prix.

Le risque d'insolvabilité est toutefois transmis à la sphère non-financière, où un important volume de dette avait été accumulé entre-temps à la faveur des taux bas : leur remontée brutale accule de nombreuses firmes débitrices à la faillite, parce qu'elles ne peuvent renouveler leurs emprunts au nouveau taux en vigueur. Par le biais de l'endettement, la variation des taux transmet donc les fluctuations nominales à la sphère réelle, qui plonge en crise : il n'est pas uniquement question de déflation, mais aussi de récession. Celle-ci dure jusqu'à ce que les banques aient reconstitué leurs avoirs : relâchant la contrainte sur l'offre de crédit, elles amorcent alors une nouvelle phase de croissance inflationniste entretenue par la baisse du taux d'intérêt réel. Ainsi, la lenteur de l'ajustement du taux d'intérêt nominal sur le taux d'inflation provoque un cycle de crédit, une alternance de croissance et de récession. Dans deux articles des années 1920, Fisher étaye par des données statistiques sa thèse selon laquelle les fluctuations économiques découlent essentiellement des changements dans la valeur de la monnaie, montrant une corrélation entre la variation des prix et le volume d'activité¹ ou le niveau d'emploi². Pour éliminer ces perturbations néfastes, Fisher

¹ Irving Fisher, « Our unstable dollar and the so-called business cycle », *Journal of the American Statistical Association*, 1925, vol. 20, n° 150, p. 179 à 202.

² Irving Fisher, « I discovered the Phillips Curve: A statistical relation between unemployment and prices changes » (1926), *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 81, n° 2, Part 1, p. 496 à 502..

propose d'ajuster périodiquement la parité-or du dollar aux variations de prix afin de maintenir constant le pouvoir d'achat de la monnaie : c'est le dollar-compensé, projet qu'il défendra pendant plus de vingt ans. Mais à partir de 1931, développe Fisher une nouvelle théorie des cycles économiques et des processus de crise, parue dans *Booms and depressions*¹ (1932) puis dans l'article « The debt-deflation theory of great depressions »² (1933). Centrée sur le rapport entre monnaie et dette, cette nouvelle approche va jusqu'à rompre avec l'idée de retour spontané à l'équilibre, même sur longue période : au terme de son analyse de la crise de 1929, Fisher finit en effet par reconnaître l'encastrement de la création monétaire dans le marché du crédit comme un facteur d'instabilité macroéconomique sans solution endogène, au point d'abandonner totalement l'hypothèse de neutralité de la monnaie et d'autorégulation du marché du crédit (du moins dans l'article de 1933). Ce constat le mènera à formuler un nouveau projet de réforme plus radical que le dollar-compensé : le « 100% Money ».

Le raisonnement de Fisher s'articule en plusieurs étapes, que nous allons résumer brièvement. Tout d'abord, la flexibilité de la monnaie de crédit par rapport aux réserves fractionnaires de monnaie centrale permet aux banques de nourrir un processus cumulatif de surendettement, encouragé par l'essor des marchés financiers. Arrive cependant un point de retournement, amorcé par un choc de confiance qui favorise la thésaurisation, donc la baisse de la vitesse de circulation de la monnaie, et la contraction du crédit. Le mouvement de désendettement qui en résulte provoque alors une baisse des prix, *via* la destruction de la monnaie de crédit qu'opèrent les remboursements (canal du marché du crédit bancaire), et *via* la chute des cours des actifs qu'entraîne leur liquidation (canal du marché des titres). Or cette déflation aggrave le poids réel des dettes du fait de la rigidité nominale des contrats de prêt, ce qui mène les agents débiteurs à accélérer leur désendettement, donc la baisse des prix : on aboutit ainsi à une spirale de déflation par le désendettement dans laquelle plus les débiteurs remboursent leurs dettes, plus ils sont endettés. Ce mécanisme est très

¹ Irving Fisher, *Booms and depressions: some first principles*, New York, Adelphi, 1932.

² Irving Fisher, « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation » (« The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, 1933), in *Revue française d'économie*. Volume 3 N°3, 1988. p. 159-182.

puissant : entre 1929 et 1933, l'endettement nominal a diminué de 20 % aux Etats-Unis selon Fisher, mais le dollar s'étant apprécié de 75 %, l'endettement réel a augmenté de 40 %. Enfin, cette déflation soudaine et massive se mue en récession, car le processus monétaire se transmet aux variables réelles à travers deux canaux de transmission : les effets de répartition que la déflation provoque entre débiteurs et créanciers, et la dégradation des anticipations de profits. L'hypothèse de la neutralité de la monnaie est abandonnée y compris à long terme. L'instabilité de l'argent-dette peut plonger l'économie dans une dépression sans aucune voie de sortie endogène. C'est pourquoi Fisher proposera en 1935 le « 100% Money », qui ne se contente plus de compenser *ex post* les effets déstabilisateurs de la variation des prix comme le dollar-compensé, mais entend éliminer *ex ante* l'instabilité de la masse monétaire qui en est la racine. Il s'agit ni plus ni moins que de rendre la monnaie entièrement exogène en obligeant les banques à couvrir leurs dépôts à vue par des réserves intégrales en monnaie centrale, ce qui revient à les priver de leur pouvoir de création monétaire – l'octroi des crédits ou l'achat des créances par les banques ne pouvant dès lors plus se financer que par la mobilisation d'une épargne préalable.

Fisher montre selon nous que l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement peut mener à la destruction pure et simple de la monnaie en cas de crise déflationniste. Un tel risque n'existerait plus dans un mode d'émission exogène comme celui proposé par l'auteur : la monnaie pourrait être thésaurisée (jusqu'à ce qu'on augmente les émissions pour répondre au besoin d'épargne de précaution), mais pas disparaître. La confiance dans la monnaie pourrait bien sûr être détruite par l'hyperinflation en cas de surémission, mais il n'existe pas de phénomène symétrique d'hyper-déflation susceptible de détruire l'institution monétaire : seul l'encastrement de la monnaie dans le marché du crédit permet à la déflation de faire disparaître les encaisses. Cette formidable source d'instabilité ne doit donc rien à la nature de la monnaie : elle s'explique seulement par sa forme actuelle. Non pas d'ailleurs par son caractère scriptural, mais par son mode d'émission, décentralisé et encasté dans la dette.

Conclusion

Contrairement à ce que laissait espérer la théorie révolutionnaire de l'endogénéité, l'Histoire monétaire semble traversée de crises de sur- ou de sous-émission qui révèlent l'absence d'ajustement spontané de la masse monétaire aux besoins de l'économie, quelle que soit la forme de la monnaie. La demande de monnaie nous semble par définition infinie si le mécanisme d'émission n'inclut aucun coût prohibitif, puisque le désir d'argent ne connaît pas de saturation en tant que désir-maître qui subsume tous les autres. Dans un régime de monnaie métallique, cette demande rencontre une offre déterminée par les fluctuations du stock de métal précieux disponible, qui n'a aucune raison de toujours correspondre absolument aux besoins du commerce, comme le révèlent les mouvements d'inflation ou de déflation que provoquent la découverte de nouveaux filons ou les famines monétaires. Les règles du monnayage et les institutions monétaires codifiant les compromis historiques issus des luttes sociales (notamment entre créanciers et débiteurs) jouent bien sûr aussi un rôle déterminant, en particulier depuis l'apparition des billets convertibles.

L'apparition de la monnaie de crédit assortit la demande de monnaie d'un coût (le fardeau de la dette), mais ce mécanisme ne garantit pas la régulation des émissions, car il comporte deux contradictions. D'une part, la masse monétaire, qui détermine en partie les conditions de la stabilité macroéconomique, dépend des décisions microéconomiques décentralisées de prêt et d'emprunt, l'institution monétaire ainsi transformée en marchandise échappant dès lors largement au contrôle des autorités publiques de régulation. D'autre part, les politiques monétaires visant à injecter davantage de liquidités dans l'économie ne peuvent passer que par une hausse de l'endettement : l'affect triste du fardeau de la dette croît en proportion de l'affect joyeux du pouvoir d'achat.

Les économistes ont progressivement pris conscience, d'abord avec Wicksell, puis surtout avec Keynes et Fisher, que l'endogénéité de la monnaie, loin de garantir l'autorégulation des émissions selon les besoins du commerce, était un facteur majeur d'instabilité, susceptible de provoquer des cycles voire des dépressions sans force de rappel. L'analyse de la spirale désendettement-déflation montre même que

l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement peut en venir à faire disparaître purement et simplement la monnaie. Mais cette question décisive semble passée au second plan dans les débats macroéconomiques modernes : comme nous tentons de le montrer dans l'annexe ci-dessous, elle n'occupe pas une place centrale dans les travaux d'auteurs pourtant perçus comme les successeurs de Fisher, qu'il s'agisse d'un postkeynésien comme Hyman Minsky ou d'un néokeynésien comme James Tobin. L'instabilité de la monnaie endogène nous semble pourtant toujours au cœur des problèmes macroéconomiques auxquels font aujourd'hui face les Banques centrales, comme nous le verrons au Chapitre VII. Mais entre la crise des années 1930 et celle de 2007, une relative stabilité a pu voir le jour grâce à deux modes de régulations successifs qui se sont avérés capables de surmonter provisoirement les contradictions de l'argent-dette, comme nous allons le montrer.

Annexe 2 - L'endogénéité de la monnaie, un facteur d'instabilité minoré par les débats macroéconomiques modernes ?

Des travaux décisifs de Wicksell à ceux de Keynes, les économistes ont opéré des déplacements successifs sur la question de la monnaie de crédit, dépassant la théorie néoclassique pour prendre progressivement conscience de l'absence de mécanisme d'ajustement spontané de l'endettement au niveau nécessaire pour que la masse monétaire permette la stabilité macroéconomique et le plein-emploi ; à la lumière de la crise de 1929, Fisher admet même l'existence de puissants mécanismes déstabilisateurs capables de détruire la monnaie et l'ordre marchand tout entier. Mais il nous semble que cette question de l'endogénéité de la monnaie comme facteur d'instabilité majeur est passée au second plan dans les débats macroéconomiques modernes, y compris chez des auteurs pourtant perçus comme les héritiers de Keynes et Fisher, que ce soit chez un postkeynésien comme Hyman Minsky (qui insiste sur l'instabilité financière) ou chez un néokeynésien comme James Tobin (qui discute des effets déstabilisateurs de la déflation sur l'économie réelle ou des politiques de régulation), car leurs principaux raisonnements seraient toujours valides en régime de monnaie exogène¹.

I/ Minsky ou l'instabilité causée par la finance plutôt que par la monnaie endogène

Minsky est généralement considéré comme le principal héritier de l'analyse fishérienne de la crise dont il se veut le continuateur², mais son hypothèse d'instabilité financière (HIF) ne repose pas essentiellement sur l'encastrement de la création monétaire dans le marché du crédit, qui était le problème central chez Fisher – bien au contraire, comme on va le voir. Centrant son analyse sur le niveau de la confiance et les marchés financiers, Minsky est sans doute plus un héritier de Keynes, dont il se

¹ Ce qui prouve d'ailleurs que l'exogénéisation de l'offre de monnaie ne suffirait pas à éliminer toute forme d'instabilité macroéconomique, contrairement à ce que laisse entendre Fisher.

² Voir par exemple Hyman P. Minsky, « Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1982, vol. 143, p. 377 à 393. Sur l'HIF, voir aussi L.H. Meyer et Hyman P. Minsky, « The Financial Instability Hypothesis, Disaggregated Finance and the Structure of Econometric Models », 1972, *Hyman P. Minsky Archives, Paper 21*, et Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw-Hill, 2008 (1986).

revendique aussi¹. Il soulève deux types d'arguments en faveur de l'HIF, les uns portant sur la dégradation progressive de la solvabilité des agents en période de prospérité, les autres sur la dégradation progressive de leur liquidité.

L'instabilité financière s'explique tout d'abord par la perte progressive de solvabilité que subissent les agents du fait d'une prise de risque croissante, nourrie par l'excès de confiance propre aux périodes de prospérité. C'est le « paradoxe de la tranquillité » : en phase d'expansion, le niveau de confiance s'améliore progressivement, nourrissant un niveau d'endettement croissant, qui s'avèrera subitement fatal au moment du retournement, de sorte que c'est paradoxalement le fonctionnement des périodes de stabilité qui prépare les conditions de la crise. Les marchés financiers se font de plus en plus spéculatifs, les agents n'hésitant pas à prendre toujours plus de risques. Minsky propose la célèbre distinction entre « finance couverte », « finance spéculative » et « finance Ponzi » : la première se définit par la capacité du débiteur à honorer l'intégralité de ses charges de remboursement par son revenu anticipé, la seconde par le fait que le revenu anticipé du débiteur ne couvrira que le remboursement des intérêts (le remboursement du principal se faisant par un nouvel emprunt), la troisième par l'insuffisance du revenu anticipé même pour couvrir les intérêts (le remboursement du principal et des intérêts requerra un nouvel emprunt, nécessairement plus important que l'emprunt initial, et qui ne sera lui-même remboursé que par un emprunt encore supérieur, selon une pyramide de Ponzi). Le paradoxe de la tranquillité vient aggraver le diagnostic d'instabilité de la monnaie endogène posé par Fisher, mais remarquons que le raisonnement de Minsky ne tient pas au caractère endogène ou exogène de la monnaie : les critères que l'auteur retient pour établir sa typologie de la finance sont définis indépendamment du fait que l'argent emprunté soit issu d'une épargne préalable ou d'une nouvelle création monétaire. La perte de solvabilité des agents due à l'excès de confiance ne doit rien à l'argent-dette que Fisher tenait pour la principale cause de la crise de 1929.

¹ Voir par exemple Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975, et Hyman P. Minsky, « The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory », *Challenges*, 1977, vol. 20, n° 1, p. 20 à 27.

L'HIF repose aussi sur des arguments relatifs à la dégradation progressive de la *liquidité* des agents, qui n'a rien à voir non plus avec l'instabilité de la monnaie en régime endogène : bien au contraire, cette dégradation est directement liée au caractère au moins partiellement exogène de la monnaie. En effet, Minsky suppose une rigidité de la création monétaire par le crédit bancaire du fait de la contrainte des réserves fractionnaires imposée par la Banque centrale qui n'est pas nécessairement accommodante. Dès lors, l'origine du problème vient selon lui du fait qu'une partie de la demande de liquidités des agents est satisfaite non pas par la création monétaire mais par les marchés financiers¹, vers lesquels les banques se tournent pour contourner les limites des réserves fractionnaires. Or un tel mode de financement des emprunts sans création monétaire dégrade progressivement la liquidité globale du système bancaire², créant une fragilité qui se révélera subitement fatale lors d'un choc de confiance. En effet, le volume total de dettes augmente tandis que le montant de liquidités disponibles permettant de régler ces dettes en cas de besoin demeure stable. La finance constitue donc une source d'instabilité autonome de l'argent-dette car elle augmente l'offre de prêts, donc le volume des engagements, à masse monétaire identique.

Ainsi, Minsky défend une hypothèse d'instabilité *financière* et non pas *monétaire*, qui n'a finalement pas grand-chose à voir avec la théorie de la déflation par la dette de Fisher même si les deux sont profondément compatibles (l'une analysant les racines profondes de la crise dans la période d'euphorie qui précède, l'autre se concentrant sur les mécanismes concrets de l'effondrement). Espérant qu'une réforme inspirée du « 100% Money » suffise à stabiliser l'économie, Fisher a sans doute sous-estimé l'instabilité intrinsèque aux marchés financiers. Celle-ci ne fait aucun doute d'un point de vue régulationniste, puisque les marchés financiers sont guidés par une

¹ Hyman P. Minsky, « Monetary Systems and Accelerator Models », *The American Economic Review*, 1957, vol. 47, n° 6, p. 860 à 883.

² Minsky évoque surtout une innovation financière permettant aux banques d'accorder de nouveaux crédits malgré leur contrainte de réserves obligatoires, donc sans augmenter le volume des dépôts : l'émission de certificats de dépôts vendus à des institutions financières. Cette technique financière joue sur le passif du bilan des banques, et affecte leur liquidité, mais tel n'est pas le cas de la titrisation, technique plus moderne qui a été au cœur de la crise des *subprimes*. Celle-ci joue au contraire sur l'actif des banques : la banque accorde un crédit, puis vend sa créance pour accorder un nouveau prêt sans créer davantage de monnaie. Cette pratique préserve la liquidité du système bancaire, toutefois elle dégrade celle du système financier, en augmentant le volume total de dettes sans augmenter la masse monétaire.

rationalité autoréférentielle dans une situation de mimétisme en médiation interne, où toute convention financière définissant la valeur d'un titre sur fonds d'incertitude radicale (donc en l'absence de toute valeur fondamentale objectivement déterminable) est instable¹. Mais même sans rompre avec l'idée de valeur fondamentale des titres (déterminable dans un rapport à l'avenir conçu non comme fondamentalement incertain mais comme défini par un ensemble de risques entièrement probabilisables), des auteurs néokeynésiens comme Joseph Stiglitz ont montré que les asymétries d'information sur les marchés financiers conduisent les banques à adopter un comportement pro-cyclique qui alimente l'instabilité : la pression concurrentielle sur des marchés financiers déréglementés érode leurs profits et leur valorisation boursière, les incitant donc à prendre pour les restaurer des positions de plus en plus risquées au cours des période d'expansion. Ces auteurs pointent un risque d'aléa moral de la banque vis-à-vis des déposants², mais aussi un risque de sélection adverse : la hausse des taux exigés par les banques les conduit en effet à sélectionner les emprunteurs les plus à même de faire défaut³. L'instabilité financière est donc largement admise, mais on notera que l'endogénéité de la monnaie ne joue aucun rôle particulier dans l'explication qu'en donnent les auteurs cités, qu'ils soient néokeynésiens ou régulationnistes.

L'interaction entre monnaie endogène et instabilité financière constitue cependant un facteur d'aggravation, du fait du mécanisme de l'accélérateur financier⁴.

¹ Cf. André Orléan, *L'Empire de la valeur*, *op. cit.*, partie III, p. 258 à 354, et Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, *op. cit.*, Chapitre I, § « L'efficacité financière et la coordination par le futur », p. 34 à 36.

² En vue de capter davantage d'épargne, les banques doivent augmenter la rémunération qu'elles offrent pour les dépôts qu'elles collectent, mais en viennent pour cela à placer cette épargne dans un portefeuille d'actifs plus risqués : les créanciers de la banque sont donc exposés à une hausse du risque de contrepartie des débiteurs. Thomas F. Hellman, Kevin C. Murdock et Joseph E. Stiglitz, « Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough ? », *American economic review*, 2000, vol. 90, n° 1, p. 147 à 165.

³ Joseph E. Stiglitz et Andrew M. Weiss, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, 1981, vol. 71, n° 3, p. 393 à 410.

⁴ Mis au jour par Ben S. Bernanke et Mark Gertler (« Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *The American Economic Review*, 1989, vol. 79, n° 1, p. 14 à 31), bien que leur modèle fonde cette instabilité sur les asymétries d'informations (là où nous l'interprétons comme un processus performatif), qu'il suppose une offre de monnaie exogène (là où nous appliquons le raisonnement à une monnaie endogène) et qu'il limite la richesse nette des entreprises à l'épargne salariale (sans sphère financière). Sur ce dernier point, certains auteurs redéfinissent la richesse nette des emprunteurs comme la valeur de

En effet, si la politique monétaire est pleinement accommodante, la monnaie endogène peut nourrir des bulles spéculatives dans une logique de *momentum* où offreurs et demandeurs de crédit ont un intérêt convergent à entretenir la hausse de l'endettement : l'augmentation du prix des actifs permet à leur détenteur de disposer d'un meilleur collatéral à présenter aux banques, ce qui justifie l'octroi de nouveaux crédits, lesquels augmentent la masse monétaire, donc le gonflement du prix des actifs¹... L'offre de crédit augmente ainsi parallèlement au prix des actifs, jusqu'au retournement du processus qui fait éclater la bulle (la spirale désendettement-déflation analysée par Fisher, avec ventes de titres en catastrophes, contraction du crédit², destruction monétaire et faillites en série). L'endogénéité de la monnaie aggrave donc le problème de l'instabilité financière. De plus, l'interaction entre les deux rend la politique monétaire prisonnière d'une contradiction entre ses objectifs macro-prudentiels et macro-conjoncturels (on y reviendra) : l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement impose de choisir, en cas de bulle financière, entre stimuler la création monétaire, ce qui entretient la dynamique d'endettement spéculatif, et réduire le volume des crédits, ce qui aggrave le manque de liquidités disponibles pour le paiement des dettes et risque de faire éclater la bulle spéculative.

II/ Tobin : un raisonnement centré sur les effets et non les causes de la déflation

L'hypothèse d'instabilité financière (HIF) prolonge l'analyse de la spirale désendettement-déflation chez Fisher en approfondissant l'étude des causes du retournement ; intéressons-nous maintenant aux effets de cette spirale, c'est-à-dire à la transmission de la crise à l'économie réelle. La transformation de la déflation en récession voire dépression est-elle inévitable, ou existe-t-il des mécanismes d'ajustement ? Quel est l'effet d'une déflation sur les variables réelles (investissement,

marché du capital nette des charges d'endettement, situant le mécanisme fondamental de l'accélérateur financier dans la dépendance de l'offre de crédit au prix de marché des collatéraux (Nobuhiro Kiyotaki et John Moore, « Credit Cycles », *Journal of Political Economy*, 1997, vol. 105, n° 2, p. 211 à 248).

¹ L'augmentation de l'offre de prêts financés sans création monétaire provoquerait également une augmentation de la demande de titres, donc une hausse des cours, mais elle buterait sur la limite de l'épargne disponible : l'endogénéité de la monnaie permet en revanche que le processus se poursuive sans limite jusqu'au retournement des prix de marché des collatéraux.

² Qui s'explique en partie par la logique de l'accélérateur financier : la baisse des prix d'actifs déprécie les collatéraux, donc restreint l'accès au crédit, ce qui transmet la crise financière à l'économie réelle.

consommation, emploi) ? Dans le cadre d'un débat remontant à Keynes et Pigou, divers auteurs comme James Tobin¹ ont mis en avant différents mécanismes stabilisateurs ou déstabilisateurs (cf. encadré ci-dessous²). Mais il nous semble que les débats macroéconomiques de la synthèse néokeynésienne (formalisée dans le modèle IS-LM) sont indifférents à la question de l'endogénéité de la monnaie.

Effets réels de la déflation selon la macroéconomie néokeynésienne

Effet Fisher classique : baisse du taux d'intérêt nominal en cas de déflation anticipée.

Effet Pigou (effet d'encaisse réelle par le canal de la consommation) : la déflation augmente la valeur réelle des encaisses (leur pouvoir d'achat) donc la consommation.

Effet Keynes (effet d'encaisse réelle par le canal de l'investissement) : la déflation revalorise les encaisses, et cet accroissement de la masse monétaire nominale à prix inchangé provoque une baisse du taux d'intérêt stimulant l'investissement (si la dégradation de la confiance ne le rend pas trop inélastique à la baisse du taux d'intérêt, et si celle-ci ne se heurte pas au plancher du taux nul)³.

Effet Hicks (effet de substitution inter-temporelle) : Hicks⁴ montre que si les agents anticipent une prolongation de la déflation, ils préfèrent reporter leurs achats malgré la hausse de la valeur réelle de leurs encaisses (effet Pigou), attendant d'accroître encore davantage ce gain, de sorte que le marché ne revient pas à l'équilibre⁵.

¹ James Tobin, *Asset accumulation and economic activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*, Chicago, University of Chicago Press, 1980, p. 11-12.

² Nous nous appuyons notamment sur la synthèse de ces débats par Adrien Vila, *Cycles et instabilité chez I. Fisher*, *op. cit.*

³ Keynes reconnaît que cet effet n'est que transitoire « si la quantité de monnaie est elle-même fonction du niveau des salaires et des prix » (*General Theory of Employment, Interest and Money* (1936), Atlantic Publishers & Dist, p. 269, cité par Adrien Vila, *op. cit.*, p. 207). C'est ce que Fisher a mis au jour : la masse monétaire nominale risque elle-même de diminuer du fait de la contraction du volume des crédits, et la vitesse de circulation de la monnaie peut s'éroder voire s'effondrer brutalement sous l'effet de la thésaurisation massive due au retour soudain de l'incertitude voire de la panique concernant l'avenir.

⁴ John R. Hicks, *Value and Capital*, Londres, Oxford At the Clarendon Press, 1939, Chapitre XX.

⁵ Cela repose toutefois sur l'hypothèse que l'élasticité d'anticipations de prix (c'est-à-dire le rapport du taux de variation des prix anticipés au taux de variation des prix courants) est supérieure à l'unité. En la

Effet Tobin-Fisher (effet de répartition entre créanciers et débiteurs par le canal de la consommation) : Tobin¹ nomme « effet Fisher » l'effet (négalif sur la demande) de redistribution partielle des revenus ou patrimoines réels entre créanciers et débiteurs qu'opère la déflation. Cela suppose une hétérogénéité de comportement entre les deux types d'agents, que Tobin fait résider (contrairement à Fisher) dans une propension marginale à consommer et une contrainte de liquidité différenciée : les débiteurs consomment davantage que les créanciers, de sorte que la déflation, en diminuant leur pouvoir d'achat à l'avantage des créanciers, réduit la demande globale.

Effet Fisher d'endettement réel (effet de répartition entre créanciers et débiteurs par le canal de l'investissement et la consommation) : Fisher identifie l'effet (négalif sur la demande) de redistribution partielle des revenus ou patrimoines réels entre créanciers et débiteurs qu'opère la déflation du fait d'une aversion au risque différenciée. Adrien Vila note dans sa thèse (*op. cit.*) que contrairement à ce que pense Tobin, Fisher évoque l'effet de la déflation sur les anticipations non pas de prix mais uniquement de profit (dont on anticipe la dégradation du fait de la chute des recettes escomptées malgré la rigidité des coûts), et que la défiance générale provoque chez Fisher une thésaurisation indépendante du niveau d'endettement pesant sur la consommation et l'investissement

Effet Mundell-Tobin (effet de portefeuille sur l'investissement) : Adrien Vila (*op. cit.*) nomme ainsi un mécanisme attribué à tort par Tobin à Fisher. La déflation *anticipée* diminue le coût d'opportunité de la thésaurisation (puisque le pouvoir d'achat anticipé des encaisses augmente) de sorte que la demande de monnaie augmente au détriment de la demande de titres. Cette contraction de l'offre de prêts augmente le taux d'intérêt réel, qui pèse sur l'investissement².

supposant unitaire (donc que les prix anticipés varient comme les prix courants), la synthèse néoclassique – notamment chez Patinkin (1956) ou Modigliani (1963) – intègre l'effet Pigou pour démonter l'existence et la stabilité de l'équilibre temporaire. C'est à partir de cette synthèse que Tobin réintègre l'héritage de Fisher, pour discuter non pas l'existence mais la stabilité de l'équilibre de plein-emploi.

¹ James Tobin, *Asset accumulation and economic activity*, *op. cit.*, Chapitre I : « Real Balance Effects Reconsidered ».

² Ainsi, contrairement aux effets de niveau de prix (effet Pigou) qui vont dans le sens d'un ajustement, les effets de variation de prix sont déstabilisateurs, *via* leur impact sur le taux d'intérêt réel.

Les débats macroéconomiques modernes opposent plusieurs effets stabilisateurs (effet Fisher classique, effet Pigou, effet Keynes) ou déstabilisateurs (effet Hicks, effet Fisher d'endettement réel, effet Tobin-Fisher, effet Mundell-Tobin) susceptibles de rapprocher ou d'éloigner l'économie du plein-emploi à la suite d'une déflation. Notons toutefois que ces débats portent sur l'effet d'une déflation sur la production et l'emploi *quelle que soit la cause initiale de la baisse des prix* : les arguments invoqués en faveur ou en défaveur de l'autorégulation ne tiennent donc pas à l'encastrement de la monnaie dans la dette, et seraient identiques dans un système à monnaie exogène. La macroéconomie moderne s'éloigne donc largement de ce qui faisait le cœur-même, et l'originalité, de l'approche fishérienne : la critique de l'argent-dette. Certes, les auteurs accordent une place essentielle à la monnaie, dont le pouvoir d'achat augmente en cas de déflation (effet Pigou, effet Keynes, effet Hicks), et à la dette dont le poids réel change sous l'effet de la baisse des prix de sorte qu'il provoque un effet de redistribution pesant sur la demande globale (effet Fisher d'endettement réel et effet Tobin-Fisher), mais l'intrication entre monnaie et dette, c'est-à-dire la dépendance de la masse monétaire au niveau d'endettement, n'est plus ici le sujet.

Pourtant, les auteurs ne se contentent pas d'étudier l'effet de la déflation sur le marché des biens et services (effet Pigou, effet Hicks, effet Fisher d'endettement réel), mais s'intéressent au contraire aussi au marché du crédit lui-même (par lequel la monnaie est créée), discutant le rôle régulateur du taux d'intérêt en tant qu'éventuel prix d'équilibre (effet Fisher classique, effet Keynes, effet Mundell-Tobin). Toutefois, l'analyse est menée conformément à la théorie des fonds prêtables, sans véritable prise en compte de l'endogénéité de la monnaie : la revalorisation des encaisses réelles modifie l'offre et la demande de liquidités (effet de portefeuille) et agit sur le taux d'intérêt, tout comme les anticipations de déflation, mais la baisse des prix à l'origine de ce processus peut tout à fait avoir d'autres causes que la réduction de la masse monétaire par la contraction du volume des crédits.

Le cadre analytique sous-jacent à ces débats néokeynésiens est d'ailleurs celui du modèle IS-LM, auxquels les postkeynésiens reprochent – avec raison – de s'écarter de la réalité en postulant que la masse monétaire est exogène et que le taux d'intérêt

se détermine sur le marché pour un volume de monnaie donné, alors qu'en réalité, c'est le taux directeur qui est exogène et la masse monétaire qui s'adapte ensuite de manière endogène (quoique les Banques centrales aient mobilisé des politiques d'assouplissement quantitatif ces dernières années face à l'impuissance de la seule politique de taux). Un tel cadre analytique montre bien que l'endogénéité de la monnaie n'est pas véritablement prise en compte par le courant néokeynésien.

Chapitre V – La monnaie endogène en régime et en crise (1914-1980) : la construction progressive d'une régulation publique

Introduction. Expliquer la relative stabilité de la monnaie endogène : l'approche non-fonctionnaliste de l'école de la régulation

Nous avons rappelé, au chapitre précédent, que l'endogénéité de la monnaie (c'est-à-dire sa mise en circulation par des prêts décentralisés sur le marché bancaire) n'obéissait à aucun mécanisme d'autorégulation susceptible d'assurer la stabilité macroéconomique, ainsi que l'ont montré plusieurs auteurs hétérodoxes. L'argent-dette fonctionnalise l'endettement, lui attribuant la fonction de porter la création monétaire au niveau permettant la stabilité des prix ou l'équilibre de plein-emploi, mais les décisions de prêt et d'emprunt étant prises de manière décentralisées selon des objectifs microéconomiques, rien ne garantit qu'elles atteignent cet objectif à l'échelon agrégé. Au contraire, et comme nous l'avons vu, le niveau général des prix et le niveau de la production et de l'emploi sont susceptibles de varier de manière cyclique ou aléatoire en fonction de la masse monétaire qui fluctue elle-même selon le volume d'endettement. Toutes ces variables peuvent même s'effondrer de concert sans force de rappel endogène comme ce fut le cas lors de la crise de 1929, quand un choc de défiance provoqua un vaste mouvement de désendettement qui fit subir une contraction spectaculaire à la masse monétaire, ce qui fut l'une des causes principales de la Grande Dépression dont on sait les tragiques conséquences. Sans intervention extérieure, c'est l'existence même de la monnaie, de l'économie de marché et du capitalisme qui est mise en péril, en cas de crise systémique, par l'encastrement de la monnaie dans la dette. Pourtant, ce dernier n'a pas été remis en cause : le « Chicago Plan » promu par Fisher dans *100% Money* pour supprimer structurellement ce risque mortel n'a guère rencontré d'échos, et nous vivons encore aujourd'hui dans un système de monnaie endogène, soutenu par de puissants intérêts privés (ceux des actionnaires des banques, c'est-à-dire des capitalistes qui se sont assurés la capture de la création monétaire à leur profit).

Mais le fait-même que le capitalisme ait survécu neuf décennies supplémentaires sans remettre en cause l'argent-dette ne prouve-t-il pas que le risque est en réalité surestimé ? Ce serait oublier qu'il s'est de nouveau matérialisé avec la crise des *subprimes* de 2007-2008 : si celle-ci a débouché sur une « simple » Grande Récession plutôt que sur une nouvelle Grande Dépression, c'est parce que des enseignements furent tirés de la crise de 1929 par les pouvoirs publics, en particulier par les autorités monétaires américaines (rappelons que le banquier central Ben Bernanke était spécialiste de la crise de 1929¹). Peut-on en déduire que les politiques contra-cycliques suffisent à réguler la monnaie endogène, au point que son caractère intrinsèquement déstabilisateur ne pose plus problème ? La difficulté des politiques monétaires, même non-conventionnelles, à sortir l'économie de la crise (en tout cas dans le cas européen) semble indiquer le contraire – on y reviendra. Une question plus fondamentale se pose néanmoins, si l'argent-dette n'est pas un mode de création monétaire autorégulateur : au-delà de la conjoncture post-crise, comment des régimes de croissance relativement stables ont-ils pu avoir lieu pendant des décennies depuis la Seconde Guerre mondiale si rien n'assure *a priori* l'adéquation des décisions microéconomiques d'endettement aux nécessités de l'équilibre macroéconomique ?

C'est désormais la stabilité, et non plus la crise, qui pose question. Pour en rendre compte, il faut nous tourner vers la théorie de la régulation. Cette école de pensée hétérodoxe a en effet développé un appareil conceptuel précisément destiné à expliquer l'existence d'un ordre macrosocial sans postuler la comptabilité spontanée des comportements individuels – échappant ainsi au risque de dérive fonctionnaliste dont l'approche postkeynésienne ne nous semble pas exempte². Visant à penser un ordre macrosocial, l'école de la régulation s'est elle-même vue adresser par certains l'accusation de fonctionnalisme, mais Robert Boyer y répond :

¹ Ben Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2005.

² Toute comme l'approche circuitiste, ainsi que le note Pascal Combemale (*Introduction à Keynes, op. cit.*, « V. L'économie monétaire de production », p. 78 à 102) : « Le circuit keynésien risque [...] de donner l'illusion d'une toute-puissance : le crédit qui finance l'investissement ex nihilo affranchit les entreprises de la contrainte d'épargne préalable et crée en contrepartie la monnaie qui va circuler dans l'économie, procurant le pouvoir d'acheter la production supplémentaire ; il n'y aurait donc plus d'autre limite que l'humeur d'entrepreneurs dont les prophéties sont autoréalisatrices. L'histoire économique a montré que c'était un peu moins simple que cela ! ».

« C'est méconnaître la question centrale des recherches régulationnistes qui ne cessent de s'interroger sur la variabilité dans le temps et dans l'espace des arrangements institutionnels qui définissent une économie capitaliste. La question centrale est plutôt celle de la viabilité d'un ensemble de compromis institutionnalisés qui n'ont *a priori* aucune raison de définir un régime d'accumulation stable. »¹

Le point de départ de la théorie de la régulation est donc bien celui duquel il nous faut repartir après avoir déconstruit le présupposé d'une autorégulation du mode endogène de création monétaire : l'instabilité qui devrait *a priori* empêcher tout fonctionnement régulier de l'économie, et dont le dépassement provisoire dans un régime de croissance stable doit être expliqué. Nous parlons de dépassement de l'instabilité, car force est de constater que le champ économique (et plus précisément, pour le sujet qui nous occupe ici, le régime d'argent-dette) loin d'être un pur chaos, « fonctionne » peu ou prou dans une certaine régularité, de sorte que nous ne pouvons en rester à l'hypothèse d'instabilité *a priori* (faute de mécanismes d'autorégulation logiquement démontrables ou empiriquement observables) sans expliquer son dépassement effectif : la viabilité relative de l'argent-dette doit être expliquée. Nous qualifions pourtant ce dépassement de provisoire, car toutes les régularités économiques sont ici conçues comme des phénomènes sociaux historiquement et spatialement situés, qui ont un début et une fin. La théorie de la régulation vise à éclairer aussi bien la stabilité des régimes de croissance que l'on peut empiriquement identifier, que les crises qui les traversent et, finalement, les emportent. On ne saurait donc tenir cette approche pour fonctionnaliste².

Comment expliquer la stabilité provisoire ? Par quels mécanismes les rapports sociaux *a priori* non susceptibles de produire un ordre macrosocial qui les rende mutuellement compatibles parviennent-ils à se reproduire selon une certaine régularité ? Comme nous l'avons vu, les comportements individuels d'endettement ou

¹ Robert Boyer, « Avant-propos à la seconde édition », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 2002, p. 5 à 17, p. 7.

² Ni même pour normative : comme l'écrit Robert Boyer (art. cit., p. 6), « la théorie de la régulation est analytique et positive, à vocation macroéconomique et plongée dans le temps long de l'histoire ».

de désendettement (donc de création ou de destruction monétaire) et les choix décentralisés d'achat ou de vente d'actifs (qui déterminent à la hausse ou à la baisse l'évolution du niveau des prix) sont susceptibles de précipiter la fin de toute possibilité de transactions économiques futures... Comment le « système » a-t-il pu tenir aussi longtemps dans de telles conditions d'instabilité potentielle ? La citation de Robert Boyer ci-dessus évoque un « ensemble de compromis institutionnalisés » : l'explication de l'émergence d'une relative stabilité que propose la théorie de la régulation procède en effet d'une approche *historique* et *institutionnaliste*, centrée sur les rapports sociaux et leurs formes institutionnelles historiquement et géographiquement variées. Dans leur « précis de régulation »¹, Robert Boyer et Yves Saillard remarquent ainsi que « dès lors que prévaut une incertitude radicale, que les groupes d'agents adoptent des comportements stratégiques, les effets inintentionnels et les paradoxes de composition se chargent de déstabiliser les anticipations des agents » (ce qu'illustre d'ailleurs parfaitement la spirale fishérienne de déflation par le désendettement) : les auteurs en concluent à juste titre la nécessité de « contraintes, références communes, procédures et régularités que véhiculent ou favorisent les dispositifs collectifs que sont les règles, les conventions, les organisations² » – et nous aurons à voir lesquelles s'appliquent dans le cas de la création monétaire par le crédit bancaire.

L'approche interactionniste évoquée, centrée sur l'émergence de conventions nécessaires à la coordination interindividuelle, est en rupture avec l'individualisme méthodologique étroit de la théorie néoclassique, aussi bien qu'avec le structuralisme rigide, ainsi que le soulignent Robert Boyer et Yves Saillard (art. cit., p. 60) :

« Tout l'appareil conceptuel en termes de formes institutionnelles, régime d'accumulation et mode de régulation vise précisément à surmonter l'incapacité, d'une part de l'individualisme méthodologique à traiter des institutions économiques de base du capitalisme en les réduisant à des formes d'échange marchand, d'autre part du structuralisme marxiste à en analyser les changements, tout particulièrement lors des grandes crises. »

¹ Robert Boyer et Yves Saillard, « Un précis de régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, op. cit., Chapitre V, p. 58 à 68, p. 58-59.

² Les auteurs renvoient bien sûr à André Orléan (éd.), *L'Économie des conventions*, Paris, P.U.F., 1994.

Cette double critique des théories néoclassique et marxiste nous semble se justifier pleinement concernant notre objet d'étude. La vision néoclassique cherche en effet (vainement, comme nous l'avons montré au Chapitre I) à rendre compte de la monnaie comme d'un simple nœud de contrats privés, occultant sa dimension institutionnelle. Inversement, l'approche marxiste analyse le développement de la dette et de la finance comme l'accumulation de « capital fictif » incapable de se réaliser car ne correspondant à aucune valeur travail et ne faisant que retarder l'inéluctable crise ultime du capitalisme... qui se fait toujours attendre : cette approche néglige la plasticité d'un système qui a su par exemple, au cours de la décennie passée, inventer des politiques monétaires non-conventionnelles et aller toujours plus loin dans la rupture avec l'orthodoxie qui le sous-tendait jusque-là, pour éviter son propre effondrement. Plus profondément, les marxistes refusent de suivre l'école de la régulation sur une définition purement institutionnelle de la valeur marchande¹ comme processus historique fluide qu'aucune grandeur matérielle ou infrastructure objective sous-jacente ne vient encadrer ou diriger de manière rigide. D'un point de vue régulationniste, il existe certes des contradictions au sein du mode de production capitaliste (en particulier, à nos yeux, au cœur du régime d'argent-dette, ainsi que nous l'avons vu) qui risquent d'empêcher la réalisation de la valeur anticipée par les investisseurs, mais ces contradictions sont toujours susceptibles d'être historiquement accommodées, c'est-à-dire provisoirement surmontées par la mise en comptabilité des comportements décentralisés des agents, grâce à l'émergence d'un *mode de régulation*. Ce concept désigne un ensemble passablement cohérent de compromis sociaux, d'équilibres institutionnels, de normes culturelles et de politiques publiques qui permettent la reproduction relativement régulière des rapports sociaux de production... jusqu'à ce que des contradictions trop fortes émergent entre toutes ces formes institutionnelles nécessaires à la stabilité du régime d'accumulation.

Robert Boyer distingue les « petites crises » susceptibles d'être absorbées par le mode de régulation, et la « grande crise » qui y met fin. Celle-ci ouvre une instabilité profonde, qui ne pourra pas être dépassée par la simple mise en œuvre des politiques

¹ Cf. André Orléan, *L'Empire de la valeur*, op. cit.

de régulation classiques qui fonctionnaient dans le régime d'accumulation auquel la grande crise met par définition un terme. C'est tout un nouveau mode de régulation – dont rien ne garantit d'ailleurs *a priori* l'émergence – qui s'avère désormais nécessaire pour redéfinir un nouveau régime d'accumulation stable. Dans un article sur une possible collaboration entre post-keynésiens et régulationnistes, la première des quatre pistes de réflexions qu'énonce Robert Boyer est d'ailleurs la « reconnaissance du rôle déterminant des institutions et pas seulement de la politique économique dans la compensation des failles de marché »¹. L'auteur identifie là, en effet, une divergence entre les deux courants théoriques : « Quitte à simplifier, donc à caricaturer, les post-keynésiens avancent par la théorie, les régulationnistes par l'analyse historique et comparative. » Plus précisément, Robert Boyer souligne (cette fois dans le résumé de l'article) que les deux courants sont séparés par « une posture épistémologique différente : grande théorie à vocation universelle d'un côté, analyse historiquement et spatialement située de l'autre. » Notre préférence va, on l'aura compris, à la deuxième approche, et ce précisément pour les raisons qu'invoque Robert Boyer dans le chapitre, consacré aux origines de la théorie de la régulation, qui ouvre l'ouvrage de synthèse sur cette école de pensée qu'il a lui-même codirigé² :

« Les acteurs interagissent à partir d'une série d'institutions, de règles du jeu et de conventions qui impliquent autant de rationalités situées [...]»³. Il serait donc illusoire de vouloir expliquer la spécificité des évolutions contemporaines à partir de principes valables en tout temps et en tout lieu. En conséquence, il importe de vérifier la nature des institutions réellement existantes dans les économies contemporaines [...]»⁴.

Notre démarche se fera donc moins théorique et plus descriptive, plus historique et institutionnelle, dans ce chapitre que dans le précédent, pour partir du fait

¹ Robert Boyer, « Post-keynésiens et régulationnistes : une alternative à la crise de l'économie standard ? », *Revue de la régulation*, n° 10, 2^e semestre/automne 2011 (<http://journals.openedition.org/regulation/9377>, mis en ligne le 21/12/2011, consulté le 30/05/2020).

² Robert Boyer, « Aux origines de la théorie de la régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, op. cit., Chapitre I, p. 21 à 30, p.22.

³ Robert Boyer renvoie à André Orléan (éd.), *L'Economie des conventions*, op. cit.

⁴ Il y a là une défense du « réalisme des hypothèses » contre l'instrumentalisme friedmanien, pour lequel seul compte le réalisme des conclusions auxquelles mènent les hypothèses, fussent-elles irréalistes.

institutionnel concret tel qu'il se donne à voir historiquement. Il ne s'agit pas de montrer comment les interactions microéconomiques créent par agrégation, par « nœud de contrats », un système de crédit bancaire toujours à l'équilibre, comme pourraient tenter de le faire des auteurs néoclassique : c'est à l'inverse cette institution historique (le système de crédit bancaire, dont rien ne garantit *a priori* qu'il soit à l'équilibre) qui crée les comportements d'endettement, selon des modalités variés dont nous esquisserons la description dans ce chapitre. En effet, si l'économie de marché suppose la monnaie, elle ne suppose pas que celle-ci soit créée et mise en circulation par la dette : d'autres modes de création monétaire ont historiquement existé, et si la monnaie était toujours mise en circulation en dehors du crédit, sans contrepartie, alors les agents accéderaient (au moins en partie) aux liquidités qu'ils désirent pour mener leurs transactions économiques (affect joyeux) sans avoir à en passer par la dette (affect triste), de sorte que c'est bien l'institution du crédit bancaire, qui, contraignant les agents à s'endetter, crée les comportements individuels d'endettement¹. L'institution précède les choix individuels, le régime d'argent-dette précède chaque contrat de crédit : ce n'est pas l'endettement qui crée la monnaie endogène, c'est la monnaie endogène qui crée l'endettement.

Bien sûr, toute institution est aussi elle-même un phénomène émergent des interactions individuelles quand elle n'est pas directement instituée par l'Etat (lui-même institution émergente par excellence) : ainsi, la monnaie de crédit, loin d'être une décision délibérée de la puissance publique, a spontanément émergé (sans que les agents s'en rendent immédiatement compte eux-mêmes) du comportement de banquiers quand ceux-ci ont d'une part développé la monnaie scripturale pour faciliter

¹ D'autres institutions participent bien sûr à créer la dette. Ainsi de (l'absence de) dotations initiales : si chaque agent recevait à 25 ans 120 000 € financées par un impôt sur le capital, comme le suggère Thomas Piketty (*Capital et Idéologie*, Paris, Seuil, 2019), ou par un partage égalitaire des héritages comme le propose Bruce Ackerman et Anne Alstott (*The Stakeholder Society*, New Haven, Yale University Press, 2008 (1999)), alors les ménages n'auraient pas besoin – ou infiniment moins – de s'endetter pour acquérir un logement. De même, s'il y avait des caisses de subvention aux investissements financées par des cotisations d'entreprises comme le propose Bernard Friot (par exemple dans Bernard Friot et Denis Baba, *Abolir la dette : Travailler sans crédit*, Atelier de création libertaire, 2019), celles-ci seraient délivrées du crédit. Ou encore, si la Banque centrale fournissait la monnaie créée directement à l'Etat, sans obligation de remboursement, alors celui-ci ne serait pas, ou pas autant, endetté. La présence ou l'absence de ces dispositifs institutionnels pose donc les différentes catégories d'agents évoquées (ménages, entreprises, Etat) en position d'emprunteur.

les paiements, et d'autre part octroyé des crédits au-delà de leurs réserves de monnaie pour réaliser davantage de profits. Leur but microéconomique était bien le profit, et non la création d'une nouvelle forme de monnaie. Bon nombre d'entre eux, comme de politiques régulant leur activité, se sont contentés d'une approche purement technique, comptable, prudentielle, de la question¹ – se demandant comment gérer le risque d'insolvabilité et d'illiquidité par le respect d'un certain taux de réserves – sans même apercevoir qu'il s'agissait pour l'institution monétaire d'un changement ontologique : l'encastrement de la monnaie dans le marché du crédit, qui transforme la dette en monnaie², et rend donc la monnaie chrono-limitée et dépendante dans sa masse du volume d'endettement. Ce jeu initial des interactions individuelles ayant finalement produit un système institutionnel d'argent-dette – entériné et stabilisé par l'intervention de l'Etat avec la création de la Banque centrale, très tardive aux Etats-Unis –, l'endogénéité de la monnaie est désormais devenue une contrainte structurelle pour les agents, qui doivent s'adapter à son existence, et aux formes institutionnelles successives que ce mode de création monétaire a historiquement revêtu.

Selon Robert Boyer et Yves Saillard³, « il importe de caractériser avec précision le réseau des contraintes à travers lesquelles les agents interagissent et les logiques de leurs actions qui en dérivent car toute rationalité est située. » C'est ce que nous

¹ On peut même parler de « style de pensée comptable », en reprenant le concept de « style de pensée » (prisme d'analyse focalisé sur certains enjeux mais aveugle à d'autres) de Ludwik Fleck, *Genèse et développement d'un fait scientifique*, Paris, Flammarion, 2008 (1934). Un style de pensée comptable consisterait à réduire la question de l'évolution institutionnelle de la monnaie à ses enjeux prudentiels plutôt qu'ontologiques et macroéconomiques (même si les débats monétaires anglais de la première moitié du XIX^e siècle révélaient déjà une inquiétude d'ordre proprement macroéconomique sur l'effet d'un tel mode de création monétaire sur la stabilité des prix).

² Comme le rappelle Irving Fisher (*100 % Monnaie, op. cit.*, p. 107-108), le fait que les soldes des dépôts à vue ne constituent pas de l'argent au porteur « dissimule le statut essentiellement monétaire des comptes-chèques » non pas tant au « déposant moyen [qui] imagine qu'il a "des espèces à la banque" » mais aux « banquiers [qui] savent que ces "espèces" ne sont en réalité qu'un "crédit" », et aux autorités monétaires elles-mêmes. Fisher estime (*ibid.*, p. 108) que « si l'on avait réalisé plus complètement et plus rapidement que les dépôts de chèques étaient virtuellement de la monnaie, ils seraient depuis longtemps traités comme tels » sur le plan statistique et prudentiel, ce qui aurait évité la crise, mais qu'il n'en est malheureusement rien. Si des statistiques sur les dépôts ont été construites aux Etats-Unis depuis 1910 à l'initiative de Fisher lui-même (pour compléter l'équation d'échange $MV + M'V' = PT$), « il y a seulement quelques années, un gouverneur de la Réserve Fédérale a reconnu qu'il ne connaissait même pas leur existence, sans parler de leur importance » (p. 109). Ainsi, les autorités monétaires américaines censées la réguler n'avaient pas toujours conscience, à l'époque de Fisher, de la nature monétaire de la monnaie scripturale...

³ Robert Boyer et Yves Saillard, « Un précis de régulation », art. cit., p. 58-59.

tenterons d'esquisser dans ce chapitre et le suivant à propos des comportements individuels d'endettement qui président à la création monétaire, sans pour autant prétendre rendre compte de manière exhaustive (ce serait d'ailleurs impossible) de tous les déterminismes sociaux d'intensités diverses et d'échelle variée (structurelle, conjoncturelle, évènementielle – pour reprendre la tripartition braudélienne) qui président à ces comportements : nous ne sommes pas historien ni sociologue, et l'important n'est pas tant, à nos yeux, de fournir une histoire précise et détaillée du crédit et de la création monétaire, que de montrer *la possibilité théorique qu'un mode de régulation assure pendant une période historique donnée une certaine régularité de ces rapports sociaux*, certes relative et provisoire, mais suffisante pour assurer leur reproduction et la stabilité globale d'un régime d'accumulation.

Car tel est bien – rappelons-le ici pour conclure cette introduction – le problème théorique qui se pose à nous, après la mise au jour de l'absence d'autorégulation nécessaire du mode de création monétaire endogène : comment l'agrégation des décisions de prêt et d'emprunt adoptées de manière décentralisée sur le marché du crédit par des agents individuels (banques d'une part, agents non financiers d'autre part, qu'il s'agisse des ménages, des entreprises ou des administrations publiques) en fonction des objectifs microéconomiques qui leur sont propres, peut-il mener à un niveau de création monétaire adéquat aux conditions de l'équilibre macroéconomique (que cet équilibre soit défini par la simple stabilité des prix ou par le plein-emploi) ?

La théorie de la régulation nous semble être la meilleure approche pour résoudre ce problème, puisque le concept même de mode de régulation est précisément destiné à penser la question de la coordination – essentielle en économie – en dépassant les impasses de l'individualisme strict, mais sans tomber dans un holisme fonctionnaliste qui présupposerait des comportements individuels mutuellement compatibles. Comme le soulignent Robert Boyer et Yves Saillard (*ibid.*, p. 64), « un mode de régulation doit assurer la compatibilité entre un ensemble de décisions décentralisées, sans que soit nécessaire une intériorisation par les agents des principes qui gouvernent la dynamique de l'ensemble du système. » Ainsi, nous devons montrer que, au moins deux fois au cours du siècle dernier (dans le mode de régulation fordiste puis néolibéral), les

conditions institutionnelles et culturelles dans lesquelles les agents ont évolué ont favorisé des choix d'endettement menant, à l'échelle agrégée, à un niveau de création monétaire permettant (pendant un temps du moins) une certaine stabilité du régime de croissance, alors même que les agents ne prennent pas leurs décisions individuelles d'endettement pour réaliser les conditions de l'équilibre macrosocial – ce que révèle d'ailleurs de manière spectaculaire la crise des *subprimes*, qui se déclenche quand les conditions institutionnelles et culturelles susmentionnées ne sont plus réunies ou ne suffisent plus à accommoder les contradictions croissantes du régime d'accumulation.

Notons enfin que si les conditions historiques ont pu assurer provisoirement la compatibilité des décisions individuelles décentralisées, cette compatibilité est une condition de stabilité, et non d'optimalité. Ainsi que le rappelle Jacques-André Chartres dans un autre chapitre du même ouvrage, « même si la concurrence joue un rôle, les institutions n'ont pas pour propriété générale de livrer des équilibres économiques efficaces au sens de Pareto. »¹ Dès lors, la question est de savoir comment des décisions décentralisées peuvent mener non pas tant à un équilibre macroéconomique qu'à la perpétuation sur une certaine période d'un régime d'accumulation malgré de petites crises.

Dans ce chapitre et dans le suivant, nous montrerons comment des périodes de stabilité ont pu voir le jour après-guerre malgré l'absence d'autorégulation de l'argent-dette : le régime d'accumulation fordiste puis le régime néolibéral, dont la relative stabilité tranche avec le chaos qui a suivi la crise de 1929. Ces régimes reposent sur des modes de régulation distincts faisant porter le poids de l'endettement à des acteurs différents et lui assignant une fonction différente d'une époque à l'autre. Avant d'évoquer le régime fordiste et sa crise, éclairons sa spécificité par un bref retour sur le régime libéral qui l'a précédé, et surtout sur la crise qu'il a connu dans l'entre-deux-guerres, en nous concentrant sur le cas français. Pour cela, commençons par évoquer trois types régulation du rapport monétaire et du rapport d'endettement au sortir de trois guerres franco-allemandes – en nous concentrant sur la dette publique, dont la

¹ Jacques-André Chartres, « Le changement de modes de régulations. Apports et limites de la formalisation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, op. cit., Chapitre XXVII, p. 273 à 281, p. 274.

crise de 1929 (crise de la dette privée) tend à faire oublier qu'elle fut aussi un enjeu majeure de la première moitié du XX^e siècle du fait des deux guerres mondiales.

I/ Régulation et crise du rapport monétaire et du rapport d'endettement dans la première moitié du XX^e siècle

1) *Monnaie et dette au sortir de la guerre : 1871, 1918, 1944, trois cas contrastés*

En 1871 et 1918 comme en 1944, la France sort d'un conflit avec l'Allemagne et fait face à une importante dette publique (dont les proportions atteignent ou dépassent celles des années 2010, qui ne doivent pour leur part rien à la guerre), mais la gestion monétaire du problème n'est pas la même d'un cas à l'autre. Les trois périodes se distinguent notamment sur la question de l'étalon-or, centrale à nos yeux pour cerner l'évolution du rapport entre monnaie et dette à l'époque : au sortir du premier des trois conflits franco-allemands qui nous intéressent, le franc est défini par un poids d'or (le bimétallisme prévaut officiellement, mais devient un « bimétallisme boiteux », soit un monométallisme de fait, dans les années 1870¹), alors que tel n'est pas pleinement le cas après le second conflit puisque la convertibilité est suspendue provisoirement entre 1914 et 1928, et plus du tout après le troisième conflit puisque la convertibilité du franc prévue dans le cadre de l'étalon change-or mis en place par la conférence de Gênes en 1922 est définitivement abandonnée en 1938 – le dollar étant la seule monnaie convertible dans le cadre du nouvel étalon change-or mis en place par les accords de Bretton-Woods en 1944. Les formes de la monnaie connaissent donc de profonds changements, tout comme les formes de la dette.

On ne peut selon nous parler de monnaie endogène en régime d'étalon-or : à la fin du XIX^e siècle, la monnaie de crédit est encore très peu développée et sa création est contrainte par des réserves de métal dont la quantité disponible varie largement en fonction de facteurs exogènes (comme la découverte de nouvelles mines évoquée dans

¹ La découverte de mines d'argent au Canada et aux Etats-Unis provoque la dépréciation de ce métal et le repli sur l'or. Fondée en 1865 sur le principe du bimétallisme, l'Union monétaire latine (France, Italie, Suisse, Belgique, Grèce) contingente la frappe des monnaies d'argent en 1874 et l'abolit en 1878. Elle instaure le remboursement en or des écus d'argent en 1885, et supprime l'intercirculation des monnaies divisionnaires d'argent italienne en 1893.

la note précédente) : les règles institutionnelles en vigueur après la défaite de 1871 empêchent donc de recourir à la création monétaire massive pour réduire le poids réel de la dette publique par une forte inflation. L'avènement d'une monnaie de crédit libérée de l'or change la donne, et rend une telle politique possible après la Première Guerre mondiale, et plus encore après la Seconde. Entre les deux, la monnaie endogène se heurte pourtant en 1929 à un risque de destruction complète menaçant la survie même du capitalisme, et la reprise amorcée à l'issue de la Deuxième Guerre mondiale nécessite une suspension de l'endogénéité, au sens non pas d'un retour à l'étalon-or, mais d'un contrôle presque total de l'Etat sur la création monétaire, qui lui permet de reconstruire l'économie tout en éliminant sa dette colossale : si la France renonce alors définitivement à l'étalon-or, elle n'abandonne pas pour autant la création monétaire au marché du crédit. De ce point de vue, l'après 1918 apparaît comme un entre-deux : la monnaie de crédit est déjà largement développée et l'étalon-or est suspendu, mais de manière provisoire seulement, l'Etat s'autorisant un recours à la création monétaire, mais pas de manière aussi massive et assumée que dans les années 1940, ce qui se ressent dans la gestion (chaotique comme on le verra plus loin, mais *in fine* efficace) du problème de la dette publique.

a) 1871-1914 : un très long amortissement dans un système d'étalon-or

Commençons par le premier des trois conflits évoqués : dans la deuxième moitié du XIX^e siècle, la guerre perdue face à la Prusse en 1871, la perte de l'Alsace-Lorraine et les indemnités exigées par Bismarck conduisent le ratio d'endettement public français à augmenter fortement, de 60 % du PIB en 1869 à 95 % en 1875¹. Or ce ratio demeure élevé et même croissant pendant de nombreuses années, malgré les efforts

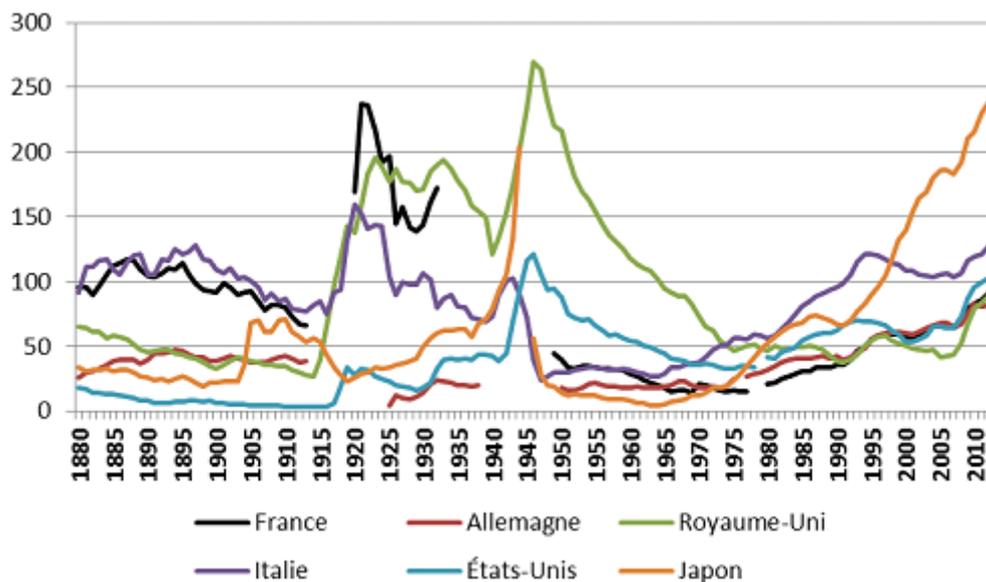
¹ Jean-Charles Asselain, Bertrand Blancheton, Christian Bordes, Marc-Alexandre Sénégas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* : les enseignements de la FTPL », *Actes du colloque « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie »* (<http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/communications.htm>, consulté le 01/07/2020), Poitiers, 2001, p. 4.

budgétaires¹, du fait de deux décennies de quasi-stagnation² (phase B du deuxième cycle de Kondratiev, 1873-1896), de nouvelles dépenses publiques (la hausse des dépenses éducatives notamment dans le contexte des lois Ferry, les grands travaux d'infrastructures du plan Freycinet lancé en 1878 pour l'extension du réseau ferré, le développement du réseau fluvial et l'aménagement des ports) mais aussi du poids des intérêts ou des difficultés de financement (faillite de l'Union générale en 1882 qui ralentit fortement le plan Freycinet). La dette publique est ainsi constamment supérieure à 60 % du PIB entre 1871 et 1914, avec un pic dépassant 115 % du PIB au milieu des années 1880, et une décrue jusqu'à revenir presque à 60 % à la veille de la Grande Guerre grâce à la prospérité permise à partir des années 1890 par une vague d'innovations (électricité, moteur à explosion, aviation, chimie...), la deuxième Révolution industrielle conduisant la France à la Belle Epoque. En régime d'étalon-or (avec en outre une monnaie scripturale encore peu importante), de stabilité des prix et de rigueur des finances publiques, la dette n'a pas été monétisée et réduite par l'inflation, de sorte que, ne retrouvant son niveau de 1869 qu'en 1914 (relativement au PIB), elle est amortie très progressivement sur une période de quarante-cinq ans, à la différence de ce qui prévaudra pour les deux autres périodes qui nous intéressent.

¹ « Les gouvernements français successifs oscillèrent continuellement entre des politiques de dépenses publiques, que l'on qualifierait volontiers de soutien à la croissance, et des programmes d'austérité budgétaire, hésitant également entre protectionnisme et ouverture commerciale face à une dégradation prolongée de la balance des échanges extérieurs de la France. » Jacques Le Cacheux, « Dette publique, dépression et croissance en France, 1871-1914 », *working paper* OFCE, mars 2015, p. 2.

² Comme le note Jacques Le Cacheux (*ibid.*), cette situation rappelle celle d'aujourd'hui : longue stagnation, fort endettement public et politiques austéritaires, dans un contexte de mondialisation (la première étant portée par la colonisation) et, ajoutons-le, de changes fixes (étalon-or ou euro).

Évolution de la dette publique entre 1880 et 2012 (en % du PIB)¹



b) 1918 : suspension de l'étalon-or et réduction relativement rapide de la dette

Le poids de la dette publique héritée de la guerre de 1870 est enfin amorti, quand, du fait du premier conflit mondial et de la Reconstruction, le ratio s'élève à nouveau, et d'une manière inédite, atteignant 237 % du PIB en 1921². Les dépenses de guerre avaient en effet atteint cent-soixante milliards de francs (soit plus de trois fois le revenu national de 1913, ou trente fois le budget de l'Etat en 1914), mais n'étaient couvertes qu'à 15 % par les recettes fiscales, le reste étant financé par emprunt et création monétaire³. Outre les emprunts à l'étranger, l'Etat plaça soixante-quinze milliards de « bons de la défense » à court terme (sans cesse renouvelés) auprès de la population française, et vingt-cinq milliards de titres à long terme. En 1919, la dette publique représente le double du PIB, et l'Etat maintient des déficits cumulatifs jusqu'en 1925 pour financer la Reconstruction (dont le coût culmine à 17 % du Revenu National en 1921) et

¹ Fonds monétaire international (2012), reproduit dans Albéric de Montgolfier (Sénateur et Rapporteur général) au nom de la commission des finances du Sénat, *Rapport d'information sur les évolutions, les perspectives et la gestion de la dette publique de la France*, n° 566, 31 mai 2017, p. 6.

² Albéric de Montgolfier, Rapport sénatorial cité, p. 6.

³ Jean-Charles Asselain, Bertrand Blancheton, Christian Bordes et Marc-Alexandre Sénégas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* », art. cit., p. 3.

l'indemnisation des victimes de guerre, qui s'ajoutent au budget courant et au poids des intérêts (lesquels absorbent 45 % des recettes budgétaires en 1921)¹.

Le conflit a toutefois bouleversé les règles du jeu institutionnel : l'impôt sur le revenu est prélevé à partir de 1916², et la part des dépenses publiques dans le PIB a triplé entre 1912 et 1920 (passant de 8,8 % à 27,8 %³). Le poids de la politique budgétaire se trouve donc accru, tant du côté des recettes que de celui des dépenses, tandis que la politique monétaire s'autonomise avec l'avènement du régime de cours forcé. La convertibilité du franc en or est en effet suspendue dès l'entrée en guerre en août 1914 (des changes flottants apparaissant alors sur les marchés monétaires parallèles), ce qui permet une forte création monétaire pour financer les dépenses militaires : la circulation fiduciaire a ainsi quintuplé entre 1913 et 1918 (*ibid.*, p. 3), et presque décuplé entre 1913 et 1926 (*ibid.*, graphique 1 p. 4). Cela s'accompagne d'une forte inflation (le contrôle des prix ayant été démantelé au sortir de la guerre) : en 1926, les prix de gros sont multipliés par 3,4 par rapport à 1913 (contre seulement 2,3 en Grande Bretagne et 1,9 aux Etats-Unis). Le franc se déprécie : en avril 1920, il a perdu les deux tiers de sa valeur vis-à-vis du dollar par rapport à la parité d'avant-guerre (*ibid.*, p. 3). Le poids relatif de la dette publique décroît en 1919, puis de 1923 à 1930, où il tombe à environ 90 % du PIB (soit une division du ratio par 2,6 en neuf ans par rapport au pic de 1921, à 237 %) malgré une forte augmentation de l'encours nominal (*ibid.*, graphique 3, p. 5).

c) 1944 : une véritable rupture qui fait fondre la dette publique par une politique monétaire expansionniste

Contrairement à celle de la guerre de 1870, la formidable dette de la Première Guerre mondiale est donc rapidement réduite, notamment par une forte inflation, mais après 1944, la dette issue de la Seconde Guerre mondiale connaît une réduction bien plus rapide encore. Conjuguée à la forte croissance de la Reconstruction, l'inflation

¹ *Ibid.*, p.4.

² Voté dans la loi de finances le 15 juillet 1914, il n'entre en application que par un décret du 15 janvier 1916.

³ *Ibid.*, p. 1. Les auteurs commentent (p. 4) : « L'impact financier de la guerre ne se limite pas à un choc intervenu " une fois pour toutes ". En 1919, le déficit budgétaire atteint encore 26,7 % du Revenu National selon Sauvy (28 % du PIB selon Villa) et le montant de la dette s'élève à 2 fois celui du PIB. »

permet en effet de diviser par trois en deux ans le ratio dette publique / PIB, qui chute de 269 % en 1944 à 89,5 % en 1946 (passant alors sous son niveau d'avant-guerre, à 96,5 % en 1938) : il avait fallu douze ans après 1918 pour revenir à ce seuil, en partant d'un niveau pourtant inférieur. Le mouvement ne s'arrête pourtant pas là, car après l'expérience de la crise des années 1930, il n'est désormais plus question de sacrifier la croissance à la stabilisation financière comme on l'a en partie fait dans l'entre-deux-guerres (on y reviendra) : « à la hantise traditionnelle de l'inflation s'est substituée celle de la dépression et de la déflation » comme le résume Jean Monnet¹. Le ratio dette publique / PIB, déjà divisé par trois en deux ans, continue donc de chuter encore plus bas après 1946 : il est divisé par deux au cours des deux années suivantes (46 % en 1948) avant de poursuivre sa décrue à un rythme plus lent (atteignant ainsi 33,6 % en 1952)². Ainsi, en huit ans seulement, l'Etat voit sa dette passer de 2,7 fois le PIB à à peine un tiers, grâce à la croissance et à l'inflation.

Cette dernière s'explique notamment par la création monétaire à un rythme soutenu dans un régime de cours forcé (la convertibilité-or ayant été abandonnée en 1938) : la masse monétaire augmente de 20,8 % en 1945, 32,8 % en 1946, 24,2 % en 1947, 29,3 % en 1948 et 25,5 % en 1949³, mais elle diminue en valeur réelle de 1945 à 1948 du fait d'une inflation encore plus rapide. Notons immédiatement que l'Etat profite directement de cette création monétaire dont il est de loin le premier bénéficiaire : en 1944, les concours à l'Etat représentent 84,1 % des contreparties de la masse monétaire (un taux en recul par la suite, à 69 % en 1946, 58 % en 1948 et 41,8 % en 1952, les concours à l'économie l'emportant au début des années 1950⁴). En outre, le bilan de la Banque de France représente 72 % de la masse monétaire en 1944, celui de la Caisse des dépôts et consignations, 17 %. Il nous semble donc que cette configuration doit s'analyser comme une véritable *suspension de l'endogénéité* (mais non une suppression, on y reviendra), puisque la monnaie se trouve essentiellement (et

¹ Cité par Michel Margairaz, « La reconstruction matérielle : crise, infléchissement ou ajustement ? », in Serge Berstein et Pierre Milza (dir.), *L'Année 1947*, Paris, Presse de Science Po, 1999, p. 17 à 44, p. 43.

² Michel-Pierre Chélini, *Inflation, État et opinion en France de 1944 à 1952*, Paris, IGPDE-CHEFF, 1998, Chapitre I, « Une inflation exceptionnelle », p. 3 à 103, Tableau 35 « Dette publique, France (1938-1952) », p. 76.

³ *Ibid.*, Tableau 36 « Masse monétaire, France (1938-1956) ».

⁴ *Ibid.*, Tableau 40 « Contreparties de la masse monétaire, France (1938-1952) ».

presqu'entièrement en 1944) créée *par la puissance publique pour la puissance publique* comme nous l'avions évoqué au Chapitre II, dans des proportions permettant l'allègement du poids de sa dette par une forte croissance et une forte inflation (au détriment des créanciers). Cette forme d'exogénéité de la monnaie n'a rien à voir avec un retour à l'étalon-or tel qu'il prévalait en 1871 : au contraire, elle consiste à assumer la dimension institutionnelle de la monnaie qui, sous ses formes fiduciaire et scripturale délivrées des contraintes métalliques, peut être contrôlée par l'Etat pour mener des politiques fortes en matière de relance et de désendettement. La sortie de la guerre se caractérise donc par une affirmation nette de la souveraineté, qui ouvre une période de prospérité au cours de laquelle le poids de l'Etat demeure fort même si son désendettement diminue fortement son poids relatif dans la création monétaire (laquelle redeviendra endogène, quoi que sous tutelle publique comme on le verra).

Le niveau d'endettement accumulé n'a nullement permis un niveau de création monétaire optimal assurant spontanément la stabilité des prix : au contraire, il a causé une formidable inflation, mais c'est justement celle-ci qui a rendu soutenable la dette publique. Nous avons dit que l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement fonctionnalisait ce dernier sans assurer que l'endettement assure effectivement cette fonction de création monétaire au niveau requis pour l'équilibre macroéconomique ; nous constatons ici que c'est la création monétaire qui, étant très excessive par rapport aux conditions de la stabilité des prix, rend soutenable la dette en allégeant son poids réel : on peut donc estimer que l'endettement fonctionnalise la création monétaire autant que celle-ci fonctionnalise l'endettement. Quoi qu'il en soit, le traitement monétaire de la dette publique en régime d'argent-dette au lendemain de la Seconde Guerre mondiale apparaît comme le strict opposé de celui prévalant en régime d'étalon-or au sortir de la guerre de 1870. De ce point de vue, l'après-Première Guerre mondiale constitue un cas intermédiaire, non seulement parce que le ratio dette publique / PIB décroît plus vite qu'après la guerre franco-prussienne mais moins qu'après 1945, mais aussi parce que les politiques monétaires et budgétaires qui dessinent cette trajectoire révèlent une hésitation entre deux modèles. Arrêtons-nous sur cette période, dont la forte instabilité, qui contraste avec la stabilité des Trente

Glorieuses, illustre la difficulté de faire émerger un mode de régulation apte à rendre soutenables les contradictions de la monnaie endogène. Les années 1920 nous intéressent également parce que la dette publique spectaculairement élevée est alors au cœur de cette instabilité, des problématiques macroéconomiques et des affrontements politiques, ce que la décennie suivante tend souvent à faire oublier : la crise de 1929 est sans conteste le fait le plus marquant de l'entre-deux-guerres, connu de tous les lycéens encore aujourd'hui, et elle constitue indéniablement une crise des dettes privées, mais elle ne doit pas occulter le fait que la dette publique s'est aussi avérée être un puissant facteur d'instabilité dans les années précédentes.

2) *Illusions et instabilité : les hésitations monétaires de l'entre-deux-guerres*

Les politiques chaotiques des années 1920 menant à une forte inflation furent longtemps perçues comme un pur échec auquel mis providentiellement fin l'intervention stabilisatrice de Poincaré à partir de 1926, qui lui permit de restaurer la convertibilité-or dès 1928. Bertrand Blancheton¹ remet cependant en cause la sévérité d'un tel diagnostic, estimant au contraire qu'elles sont un réel succès. La situation économique de la France en 1926 paraît en effet plus enviable que celle de ses voisins, car elle se situe à mi-chemin entre deux extrêmes : l'Allemagne qui subit une crise d'hyperinflation d'une part, et le Royaume-Uni qui subit une forte récession d'autre part. Rappelons en effet que le gouvernement anglais a conduit entre 1920 et 1925 une politique d'austérité monétaire sacrifiant la croissance et l'emploi à une monnaie forte, qui lui permit de rétablir – contre l'avis de Keynes² – la convertibilité de la livre en or à sa parité d'avant-guerre. Nous pouvons ici citer Karl Polanyi, qui résume ainsi la situation des années 1920 :

« La stabilisation des monnaies est devenue le point focal de la pensée politique de peuples et de gouvernements ; la restauration de l'étalon-or est devenue le but suprême de tous les efforts organisés dans le domaine de l'économie. On a

¹ Bertrand Blancheton, *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Albin Michel, 2001 (dans la collection de la Mission Historique de la Banque de France).

² John Maynard Keynes, « The Economic Consequences of Mr Churchill » (1925), in : *Essays in persuasion*, Londres, Palgrave Macmillan, 2010, p. 207 à 230.

reconnu le remboursement des prêts étrangers et le retour à une monnaie stable comme les pierres de touche de la rationalité en politique, et on a considéré qu'aucune souffrance personnelle, aucun empiètement sur la souveraineté n'était un sacrifice trop grand pour recouvrer l'intégrité monétaire. Les privations des chômeurs auxquels la déflation avait fait perdre leur emploi ; le dénuement des fonctionnaires congédiés, sans même une retraite de misère ; et même l'abandon de droits de la nation et la perte de libertés constitutionnelles ont été jugés comme un prix équitable à payer pour répondre aux exigences de budgets sains et de monnaies solides [...]. »¹

A l'opposé de cette configuration, la jeune République de Weimar affronte en 1922-23 un tristement célèbre épisode d'hyperinflation dont on sait les conséquences sociales et politiques (pensons au Putsch de la Brasserie) et dont le traumatisme pèse encore aujourd'hui très lourdement sur la conception allemande de la monnaie, donc sur les statuts et la politique de la Banque Centrale Européenne. La France semble ainsi se trouver dans une situation intermédiaire : une inflation forte, qui empêchera tout retour à la parité-or de 1914, mais qui est loin de déboucher sur une hyperinflation mortifère, et qui permet d'alléger le fardeau de la dette publique, comme on l'a vu. Or un tel équilibre s'explique moins par l'intervention de Poincaré qui mettrait fin aux errements antérieurs qu'à ces errements eux-mêmes. Comme l'auteur le résume dans un travail mené avec ses collègues de l'Université Montesquieu-Bordeaux IV² :

« Paradoxalement une politique monétaire plus rigoureuse aurait été à l'origine d'une dérive inflationniste beaucoup plus marquée. Au total, le succès résiderait plus dans la conduite de la politique économique d'avant 1926 que dans la réalisation technique de la stabilisation et le rôle déterminant du thaumaturge Poincaré : l'inflation avait alors fait son œuvre en rendant compatible valeur

¹ Karl Polanyi, *La Grande Transformation*, *op. cit.*, p. 207-208.

² Jean-Charles Asselain, Bertrand Blancheton, Christian Bordes et Marc-Alexandre Sénégas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* : les enseignements de la FTPL », art. cit., p. 2. Voir aussi, des mêmes auteurs, « Dette, circulation et crise du franc de 1924-1926 : le tournant du scandale des faux bilans de la Banque de France », *Economies et Sociétés*, série AF, n° 27, 2000, p. 115 à 161, et « L'inflation française de 1922-1926 : les enseignements de la FTPL en perspective historique », *Economies et Sociétés*, série Monnaie, n° 2, 2002, p. 305 à 325.

réelle de la dette publique et retour à une convertibilité or du franc. Le “ miracle ” Poincaré devient alors le miracle du ‘policy-mix’ à l’œuvre entre 1922 et 1926. »

Tout d’abord, la hausse des prix demeure raisonnable dans une première phase (1918 et 1922) : « malgré la violence des ajustements de l’après-guerre, on ne saurait parler pour cette période de l’amorce d’un processus cumulatif d’inflation, ni *a fortiori* d’une évolution vers l’inflation galopante comme en Allemagne » (p. 5). Selon les auteurs, cela s’explique par des facteurs domestiques (effort fiscal) et internationaux (chute des prix des importations durant la crise mondiale de 1921), mais surtout par des facteurs psychologiques (p. 6) :

« La conviction dominante, presque unanimement partagée, reste que le franc pourra et devra rejoindre à terme, quoi qu’il arrive, sa parité or de 1913. La convention François-Marsal, prévoyant le remboursement graduel des avances de la Banque de France à l’Etat, témoigne de l’illusion qu’une politique monétaire suffisamment restrictive pourrait venir à bout d’un déficit budgétaire massif et de la croissance de la dette. Quant à la contrainte budgétaire, elle n’est pas répudiée, mais simplement mise entre parenthèses aussi longtemps qu’on peut s’accrocher à la conviction qu’en fin de compte “ L’Allemagne paiera ”. L’attente des Réparations contribue également à soutenir la valeur du franc sur le marché des changes : au début de 1922, le franc a retrouvé la moitié de sa valeur de 1913 face au dollar, et son taux de change réel effectif est proche de 1. »

Ainsi, les formes de la monnaie et de la dette sont modelées par des facteurs psychologiques, ici la double croyance en la restauration de l’étalon-or à la parité d’avant-guerre et la croyance que l’Allemagne paiera ce qu’elle doit à la France au titre du Traité de Versailles. La période se caractérise à nos yeux non pas par une rupture franche et assumée avec le régime libéral de monnaie exogène (comme ce sera le cas en 1944), mais par une suspension que l’on croit provisoire de son pilier fondamental (l’étalon-or), la croyance en son rétablissement futur payé par l’Allemagne expliquant à la fois les souplesses que l’on s’accorde (en rupture avec le modèle prévalant après la guerre de 1870) et la modération dont on fait preuve (les efforts pour retourner à la convertibilité, contrairement à 1944), donc le chemin original qui se dessine de manière

assez chaotique au milieu d'affrontements entre partisans de et opposants à la dévaluation.

La question de la monnaie et de la dette se trouve d'ailleurs, sous la forme de l'instabilité du franc et du non-paiement des Réparations, au cœur des conflits politiques et géopolitiques français dans l'entre-deux-guerres. Rappelons en effet que l'Allemagne suspend ses paiements en 1922, brisant l'illusion d'un retour à moindre frais au modèle d'avant-guerre¹. La confiance dans la monnaie s'en trouve du même coup remise en cause : c'est le début de la « crise du franc », qui entame alors quatre ans de dépréciation interne et externe à caractère cumulatif. Le Président du Conseil Raymond Poincaré en vient à occuper militairement la Ruhr en 1923, mais la France se trouve isolée sur le plan diplomatique : il doit reculer, demander une aide aux banques anglaises et américaines pour redresser le franc, et instaurer un nouvel impôt (la double décime). Ce « Verdun financier » n'est toutefois que provisoire, et n'empêche pas la victoire législative du cartel des gauches sur le Bloc National en 1924, après cinq années de chambre « bleue horizon ».

Le gouvernement du Radical Edouard Herriot accepte le plan Dawes, qui aménage les versements allemands, mais fait face à des difficultés budgétaires et recourt plusieurs fois secrètement aux avances de la Banque de France au-delà des plafonds autorisés par le Parlement. Pendant plus d'un an, entre 1924 et 1925, de faux bilans hebdomadaires minimisent la circulation monétaire pour préserver la confiance du marché des changes². Le « scandale des faux bilans » éclate en avril 1925, à la suite de quoi plafond de circulation et plafond des avances seront officiellement relevés plusieurs fois en 1925-26, ce qui n'avait plus été fait depuis 1919. L'inflation s'accélère fortement sur la période 1924-26, entraînée d'abord par la dépréciation du franc sur le marché des changes, que la gauche interprétera comme le fruit des spéculations

¹ La direction du Trésor, en particulier, comprend que la situation des finances publiques est incompatible avec l'objectif de revalorisation du franc : l'administration prône désormais une stabilisation-dévaluation (cf. Bertrand Blancheton, *Le Pape et l'Empereur*, *op. cit.*).

² Bertrand Blancheton, « Les faux bilans de la Banque de France dans les années 1920 », in Jean-Guy Degos (dir.) *L'entreprise, le chiffre et le droit. Itinéraires parallèles, itinéraires croisés, Actes des XI^e JHCM* (Journées d'histoire de la comptabilité et du management, Bordeaux, 17-18 mars 2005), Université Montesquieu-Bordeaux IV, CRECCI-IAE (Centre de recherche en contrôle et comptabilité internationale - Institut d'Administration des Entreprises), 2005, p. 73 à 89.

menées contre sa politique par les milieux financiers (le fameux « mur de l'argent ») et des fuites de capitaux devant la menace d'un impôt sur le capital et sur les profits de guerre que réclament les socialistes¹. L'instabilité gouvernementale est grande après la chute d'Herriot en avril 1925, et les socialistes finissent par rejoindre les communistes dans l'opposition, mettant fin au cartel des gauches en juillet 1926 au plus fort de la crise inflationniste : c'est le retour de Poincaré, à la tête d'un gouvernement d'Union nationale entre droite (hormis les nationalistes) et radicaux.

Dans une longue tradition française de gestion de l'amortissement de la dette publique issue de la guerre, Poincaré fonde le 7 août 1926 la Caisse autonome d'amortissement, financée notamment par les bénéfices de la SEITA, pour redonner confiance aux créanciers. En 1928, Poincaré rétablit la convertibilité-or, mais renonce à la parité d'avant-guerre : le franc Poincaré vaut un cinquième du franc germinal (et 58,95 milligrammes d'or fin). Ce « miracle Poincaré » n'en est en réalité pas un, selon Bertrand Blancheton et ses co-auteurs², l'essentiel s'étant joué avant le retour de la droite au pouvoir, tant sur le plan de la dette que sur celui de la monnaie.

Concernant la dynamique d'endettement, le rétablissement de l'équilibre budgétaire est en effet déjà engagé avant le gouvernement Poincaré, grâce à l'effort fiscal, mais aussi à la reprise des paiements allemands (même s'ils sont réduits par le plan Dawes) à partir de 1924, et surtout à la baisse graduelle des dépenses de la Reconstruction (qui arrive à son terme) et de la charge des intérêts de la dette dans un contexte de taux rigides malgré l'inflation – « caractéristique majeure des années 1920 [qui] s'explique conjointement par une politique monétaire soumise à la contrainte de ne pas alourdir les charges du Trésor, et par le comportement des épargnants, qui

¹ Lesquels soutiennent le gouvernement de la gauche « bourgeoise » sans y participer, contrairement aux communistes de la SFIC qui, issus de la scission du congrès de Tour en 1920, refuseront toute collaboration. Seule la manifestation des ligues d'extrême-droite le 6 février 1934 (un an après l'arrivée des nazis au pouvoir en Allemagne) mènera la SFIC à participer, sous la pression de l'URSS stalinienne, à la constitution du Front Populaire, victorieux comme on sait en 1936 : cette nouvelle alliance des gauches sera cette fois dominée par la SFIO de Léon Blum et non par les Radicaux, les communistes soutenant le gouvernement sans y participer comme les socialistes l'avaient fait en 1924-26.

² Jean-Charles Asselain, Bertrand Blancheton, Christian Bordes et Marc-Alexandre Sénagas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* », art. cit., p. 8.

paraissent se contenter de *taux d'intérêt réels fortement et durablement négatifs* du fait de l'illusion monétaire ou faute d'emploi alternatif pour leurs avoirs en francs » (*ibid.*).

Qu'en est-il de la dynamique monétaire ? Bien que les déficits budgétaires d'avant 1926 alimentaient toujours la hausse du montant nominal d'endettement, le poids de la dette était déjà en baisse continue après 1923 relativement au PIB. Cela s'explique par la croissance soutenue, mais surtout par la forte inflation qui allège le poids réel de la dette : les prix de détail doublent en quatre ans entre 1922 et 1926 (ce qui est sans précédent hors période de guerre), notamment du fait de l'accélération de l'inflation en 1924-1926. La dépréciation du franc sur le marché des changes est encore plus spectaculaire : juste avant le retour de Poincaré, la valeur du franc par rapport au dollar ou à la livre sterling ne représente plus qu'un dixième de ce qu'elle était avant-guerre.

C'est donc en grande partie la régulation monétaire qui rend soutenable le rapport d'endettement : l'inflation est forte mais pas hors de contrôle, et elle permet de réduire le poids réel de la dette publique, qui est l'enjeu majeur de l'époque. Mais comme nous l'avons vu, d'autres paramètres entrent en compte qui, hormis l'effort fiscal, relèvent largement du hasard (reprise des paiements allemands, fin de la Reconstruction, facteurs psychologiques permettant des taux d'intérêt réels négatifs) : « la résultante de tous ces facteurs, contrairement à l'impression ressentie par les contemporains, favorise le rétablissement à terme de l'équilibre des finances publiques » (*ibid.*). C'est pourquoi les auteurs parlent tout de même de miracle, bien qu'ils ne l'imputent pas à Poincaré : « Miracle au sens où le succès ne résulte pas de l'application d'un plan réfléchi mais au contraire d'un enchaînement incontrôlé de chocs graves et de palliatifs improvisés. Miracle également au sens où d'autres 'policy mix' auraient pu engendrer une dynamique hyperinflationniste¹ » (p. 2). C'est donc

¹ Les auteurs recourent à la « *Fiscal Theory of The Price Level* », qui étudie la détermination du niveau général des prix par le volume d'endettement dans une modélisation sans monnaie (hormis comme unité de compte) dont ils reconnaissent le caractère paradoxal pour analyser les années 1920, où la question monétaire est centrale. Les hypothèses sont les suivantes (p. 13 et suivantes) : les agents anticipent que le déficit budgétaire courant ne sera pas compensé à l'avenir par des excédents équivalents (régime non-ricardien) et la Banque centrale est accommodante dans sa gestion du taux d'intérêt, ce qui produit de l'inflation, mais moins que si elle ne l'avait pas été (le niveau général des prix se serait en effet ajusté à la

largement au hasard que s'est fait jour la compatibilité de décisions successives en apparence incohérentes, sans que ceux qui les prirent ne comprennent grand-chose à ce qui se passait (p. 26) : « L'histoire de la période est faite avant tout d'incompréhensions : incompréhensions de phénomènes économiques nouveaux (au moins par leur ampleur) comme l'inflation, la spéculation sur le change, l'illusion monétaire... ; incompréhensions entre les pôles de l'autorité monétaire (Banque de France, direction du Trésor, ministre des Finances) ainsi d'ailleurs qu'entre les pôles de l'autorité budgétaire. »

La période est donc marquée par une forte incohérence, qui doit aussi à l'intensité des conflits politiques externes puis internes (militarisation de la Ruhr, renversement de Poincaré par le cartel des gauches, mur de l'argent, faux bilans de la Banque de France et instabilité gouvernementale chronique...). L'affrontement se concentre sur la question de l'instabilité du franc, opposant les partisans d'un retour à la parité d'avant-guerre aux partisans de la dévaluation¹ (qui l'emportent finalement avec le franc Poincaré). Derrière la monnaie et la stabilité des prix, c'est la dette qui est aussi en jeu : on a déjà souligné avec Fisher et Tobin (Chapitre IV p. 186 et Annexe p. 195) l'importance des effets de redistribution que l'inflation opère entre créanciers et débiteurs, et l'on comprend dès lors l'intensité de la conflictualité, selon nous largement déterminée par le volume d'endettement public sans précédent qui caractérise la période. La lutte des classes oppose ici créanciers et débiteurs (dont l'Etat lui-même), même si l'on peut s'étonner que les premiers acceptent des taux d'intérêts réels de plus en plus négatifs pendant cette période. La coïncidence de facteurs psychologiques (illusion monétaire, mais aussi fétichisme de l'or que l'on veut rétablir comme étalon monétaire, croyance initiale dans le paiement des Répartitions, etc.), de hasards de calendrier (arrêt ou reprise des versements allemands, fin de la Reconstruction, etc.) et d'un *policy mix* largement contingent, a permis à la France de

hausse *via* un mécanisme de substitution titres souverains contre biens, ajustant la valeur réelle de la dette publique à la somme actualisée des soldes budgétaires futurs anticipés).

¹ Conflit qui n'est pas sans précédents historiques : pensons par exemple vifs débats américains qui opposent partisans de la *hard money* (typiquement, les créanciers) et partisans de la *soft money* (typiquement, les fermiers débiteurs) pendant trois décennies (entre 1866 et 1896) à propos du maintien ou de la démonétisation des *greenbacks* émis pour financer la guerre de sécession.

tracer une trajectoire relativement équilibrée dans la décennie que suit la Grande Guerre, mais sur une base contingente qui rend la dette publique soutenable et restaure la stabilité des prix, sans pour autant donner naissance à un mode de régulation durable, en particulier faute d'un compromis social clairement assumé sur l'abandon de l'étalon-or.

L'entre-deux-guerres ne constitue en effet qu'une parenthèse agitée entre deux régimes stables. Certes, l'équilibre des finances publiques est rétabli en 1926, et la convertibilité-or et la stabilité des prix en 1928, mais la crise de 1929 éclate l'année suivante : elle fait repartir à la hausse le poids relatif de la dette publique, qui atteint 173 % du PIB en 1932¹, rendant le nouveau système intenable. Le Front Populaire, qui augmente les dépenses publiques, fait face à la fuite des capitaux et dénonce l'opposition des « deux-cents familles » actionnaires de la Banque de France. Il instaure le contrôle des changes en août 1936, puis se résigne à dévaluer le franc Poincaré le 1^{er} octobre 1936, le remplaçant par un franc Auriol « élastique » (défini par une fourchette de poids d'or fin, entre 43 et 49 mg). Cela ne suffit pourtant pas : en 1937, la limite maximale de dépréciation est supprimée, la devise devenant flottante. En 1938, la convertibilité-or est abandonnée – cette fois définitivement – en faveur de l'étalon-sterling (le franc et la livre flottant conjointement par rapport au dollar). La France a résisté plus longtemps que d'autres à la Grande Dépression, qui a déjà fait éclater la convertibilité dans plusieurs pays : la Suède l'a abandonné dès 1929, le Royaume-Uni en 1931, les États-Unis en 1933 (Roosevelt limitant en outre la détention privée à 100 \$ d'or par personne). Karl Polanyi rappelle ainsi que l'idéologie libérale a volé en éclat dans les années 1930 : la convertibilité-or fut alors suspendue partout et « les dettes internationales ont été répudiées en bloc »². L'image du libre-échange, de la finance et de la banque est durablement écornée par la crise, qui appelle une réaffirmation de la puissance publique (*ibid.*, p. 278.) :

« Dans les années vingt, l'étalon-or était encore considéré comme la condition préalable du retour à la stabilité et à la prospérité et, par conséquent, aucune

¹ Albéric de Montgolfier, Rapport sénatorial cité, p. 6.

² Karl Polanyi, *La Grande Transformation*, *op. cit.*, p. 208.

des exigences de ses gardiens professionnels, les banquiers, n'était estimée trop pesante, du moment qu'elle promettait d'assurer des taux de change stables ; quand, après 1929, cela se révéla impossible, c'est d'une monnaie interne stable qu'on eut un besoin impératif, et personne n'était aussi peu qualifiée pour la fournir que le banquier. »

C'est donc sans surprise sur une affirmation inédite de la puissance publique que se construira le mode de régulation fordiste après la Seconde Guerre mondiale.

II/ Le régime fordiste : une mise sous tutelle publique de la monnaie endogène

Contrairement à la période précédente, la sortie de la Seconde Guerre mondiale constitue une rupture franche avec le mode de régulation libéral : les solutions adoptées sont à l'opposé de celles retenues après la guerre franco-prussienne de 1870, comme on l'a vu avec l'effondrement très rapide du ratio dette publique / PIB qui tranche complètement avec le lent amortissement effectué entre 1871 et 1914, et cette régulation monétaire du rapport d'endettement inaugure un régime d'accumulation stable que n'a pas connu l'entre-deux-guerres. Ce dernier repose notamment sur une *mise sous tutelle publique de la monnaie endogène*. Comme nous le montrerons, le contrôle de l'Etat est en effet très fort sur la création monétaire, parce que celle-ci est en grande partie réalisée de son fait et pour son compte, et qu'il encadre fortement la part relevant du secteur privé... au point qu'il est tentant de qualifier ce régime de monnaie *exogène*. Cela serait toutefois exagéré : si l'endogénéité est, comme on l'a dit, presque entièrement suspendue en 1944, ses institutions fondamentales ne sont jamais démantelées – contrairement à ce qu'avait espéré Irving Fisher après la crise de 1929 en publiant trois éditions successives du *100% Money* entre 1935 et 1945. En effet, outre le fait que la création monétaire demeure encadrée dans le rapport d'endettement, il existe toujours un marché décentralisé du crédit où les banques sont habilitées à créer pour des clients privés des dépôts à vue non entièrement couverts par des réserves de monnaie centrale. La part de ce marché dans la création monétaire est d'ailleurs croissante au cours des Trente Glorieuses – aboutissant *in fine* à la résurgence sous l'ère néolibérale d'une création presque entièrement décentralisée de la monnaie par les

agents privés, sur un marché régulé de manière bien moins autoritaire par des Banques centrales désormais indépendantes du pouvoir politique.

1) *De la sortie de guerre à un nouveau mode de régulation*

La crise de 1929 a révélé le poids acquis par la monnaie de crédit et la formidable instabilité dont elle est porteuse. Après les premières ruptures avec l'ordre libéral expérimentées dans les années 1930 (le New Deal aux Etats-Unis en 1933, le nazisme en Allemagne la même année ou encore le Front Populaire en France trois ans plus tard), l'après-guerre signe la mise en place d'un nouveau régime d'accumulation : le régime fordiste, que l'école de la régulation distingue d'une part du régime libéral auquel la France a tenté de revenir dans l'entre-deux-guerres comme le Royaume-Uni malgré le choc de la Grande Guerre et jusqu'à ce que la Grande Dépression brise cette illusion, et d'autre part du régime néolibéral qui s'installera à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Chacun de ces trois régimes s'appuie sur un mode de régulation spécifique du mode de production capitaliste. Chaque mode de régulation se caractérise par les formes institutionnelles prises par les rapports sociaux fondamentaux du capitalisme : les formes de la monnaie et de la finance, les formes de la concurrence, les formes du rapport salarial, les formes de l'intervention étatique dans l'économie et les formes de l'insertion de l'économie mondiale dans l'économie mondiale. Il est clair que le capitalisme fordiste des Trente Glorieuses marque une rupture importante dans tous ces domaines, mais c'est bien sûr les nouvelles formes de la monnaie et de la finance qui doivent ici retenir notre attention, bien qu'elles soient toujours à penser dans la cohérence qu'elles dessinent avec les autres formes institutionnelles du mode de régulation. Nous pouvons résumer grossièrement les diverses évolutions en matière monétaire et financière par l'idée d'une reprise de contrôle, pour ne pas dire d'une mise au pas, des forces monétaires et financières par l'Etat, qui met alors largement sous tutelle la création monétaire et les marchés financiers.

L'ambivalence de la monnaie, telle qu'elle est théorisée par Michel Aglietta et André Orléan, se situe dans la tension, intrinsèque à cette institution dont l'histoire est jalonnée de crises, entre les deux faces qui la constituent. D'une part, la monnaie exprime la souveraineté, dans un rapport social mettant chaque individu en relation

avec la totalité sociale (comme le fait un langage commun), reposant sur une confiance collective, et organisant une communauté de valeur. D'autre part, la monnaie incarne un bien privé et accaparable, qui se prête à la capture individuelle et circule dans des relations bilatérales (notamment d'échange marchand), déchaînant la violence du désir acquisitif des individus dans des rapports agonistiques susceptibles de faire éclater la norme monétaire elle-même. Si le régime libéral qui impose avec la crise de 1929 se caractérise par le libre jeu du désir individuel, dont la violence s'exprime particulièrement sur les marchés financiers, le krach boursier déclenche un effondrement des transactions bilatérales et une course à la liquidité, soit un repli sur la confiance collective incarnée par la monnaie, qui annonce déjà le besoin d'un retour de balancier en direction du pôle de la souveraineté plutôt que de la liberté individuelle. Celui-ci passe par différents biais. Nous avons déjà évoqué dans le cas de la France la forte création monétaire menée par l'Etat au sortir de la guerre et qui, par l'inflation qu'elle contribue à alimenter, malgré les tentatives de contrôle des prix par l'administration, permet de réduire drastiquement et très rapidement le ratio dette publique / PIB. Mentionnons également des changements plus structurels.

Depuis le Front Populaire, la France connaît le contrôle des changes, instauré en août 1936, et l'absence de convertibilité-or, abandonnée en 1938 et remplacée depuis les accords de Bretton Woods (1944) par l'étalon change-or. Après 1944, on procède à une réglementation accrue de la sphère financière, sur le modèle du *Glass-Steagall Act* de 1933 qui instaure aux Etats-Unis la séparation des banques de dépôt et d'investissement : cette même séparation intervient également en France, en 1945, en même temps que la nationalisation de la Banque de France et des quatre premières banques commerciales disposant d'un réseau national (Crédit lyonnais, Société générale, Comptoir national d'escompte de Paris et BNCI). Ce mouvement de réglementation équivaut à un retour en arrière par rapport à l'ère libérale, même s'il n'en liquide pas toutes les constructions : il ne va par exemple pas jusqu'à l'interdiction pure et simple de la spéculation financière, au sens des paris sur les fluctuations de prix d'actifs anticipées, qui était prohibée jusqu'en 1885 en France, 1867 en Belgique ou

1860 en Suisse, comme Paul Jorion aime à le rappeler¹. De même, les banques ne perdent pas leur pouvoir de création monétaire, même si celui-ci est étroitement encadré. Les structures financières modernes ne sont pas détruites, mais mises sous tutelle. Elles acquièrent dès lors un rôle fonctionnel au sein d'une économie soumise à la planification et où l'Etat intervient massivement. La France des Trente Glorieuses connaît en effet une augmentation considérable du poids des dépenses publiques relativement au PIB, ce qui, contrairement à ce que prévoyait la *doxa* libérale, n'empêche pas une forte croissance, comme le relève Bruno Théret :

« Le taux de croissance à long terme du produit intérieur brut (PIB) a plus que doublé par rapport à sa valeur sur les cent précédentes années alors que le niveau des dépenses publiques rapporté à ce PIB y était multiplié également par plus de deux (passant de 15 % au plus avant la Première Guerre mondiale à plus de 40 % dans les années soixante et soixante-dix). Des finances publiques très actives ne sont donc pas nécessairement, bien au contraire, des obstacles à une croissance économique forte. »²

De nouveaux modes de financement hors-budget de l'Etat prennent en outre leur essor avec l'instauration de la Sécurité sociale, qui a son propre budget. Celui-ci échappe en outre à l'endettement : l'exemple typique mis en avant par Bernard Friot³ est le financement des services publics de santé par l'augmentation du taux de *cotisation*, nouvelle ressource dont l'emploi permet d'augmenter le montant des allocations ou des remboursements aux ménages dans le cas de la « consommation » (de services médicaux par exemple) mais aussi le versement de *subventions* à l'investissement, qui permettent notamment la construction massive au cours des années 1960 de Centres Hospitaliers Universitaires sans recours au rapport d'endettement, donc sans fardeau de la dette pesant sur les budgets hospitaliers – contrairement à ce qui adviendra sous le régime néolibéral, on y reviendra. Abandon de

¹ Abrogé le 28 mars 1885, l'article 421 du code pénal français disposait : « Les paris qui auraient été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics seront punis des peines portées par l'art. 419 ». L'article 422, également abrogé, interdisait plus particulièrement la vente à découvert sur les marchés à terme. Voir Paul Jorion, *Le Capitalisme à l'agonie*, Paris, Fayard, 2011.

² Bruno Théret, « État, finances publiques et régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, op. cit., p. 189 à 197, p. 189.

³ Bernard Friot, *Emanciper le travail. Entretiens avec Patrick Zech*, Paris, La Disputre/Snédit, 2014, p. 50.

la convertibilité-or, contrôle des changes, réglementations financières, nationalisation des banques, planification, hausse durable des dépenses publiques, cotisation pour financer les services publics par subvention dans le cadre de la Sécurité sociale... c'est bien un véritable mode de régulation durable qui se crée après la Seconde Guerre mondiale en matière de monnaie et de dette¹, sur la base d'un nouveau compromis social qui manquait dans l'entre-deux-guerres. Plus précisément, au sein de ce mode de régulation, quelle forme institutionnelle prend la création monétaire, et quelle place y joue la dette publique ?

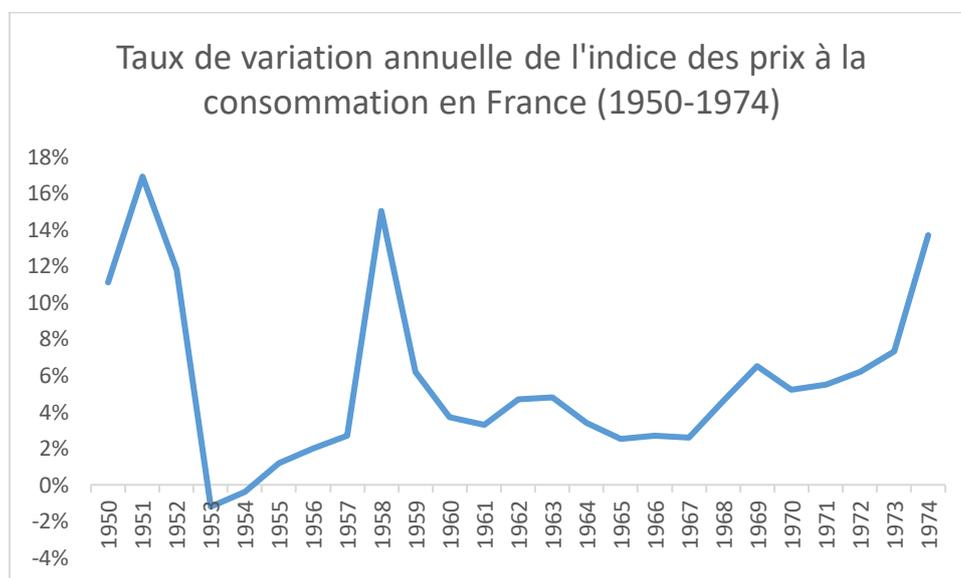
Nous avons évoqué le poids considérable de la dette publique et de l'inflation dans l'immédiat après-guerre, mais ces deux facteurs s'estompent très rapidement. En ce qui concerne la dette publique, nous avons vu que son poids fondait comme neige au soleil relativement au PIB, de sorte que son rôle, qui fut sans doute déterminant dans la rupture avec l'ordre ancien (notamment en ce qui concerne l'abandon de la convertibilité-or) et la mise en place d'un nouveau mode de régulation, n'est plus aussi important en régime : elle est ainsi toujours inférieure à 20 % du PIB au cours des années 1960. L'essor de la dépense publique que nous avons rappelée plus haut ne se traduit donc pas par une augmentation incontrôlée de la dette publique : au contraire, l'Etat maîtrise son endettement et échappe à la servitude que risque toujours d'impliquer le rapport d'endettement. En réalité, l'endettement de l'Etat, loin de subir une dérive cumulative qui pèse sur les services publics et la capacité de l'Etat à réguler l'économie (comme ce sera le cas en régime néolibéral), est au contraire entièrement maîtrisé et joue un rôle fonctionnel au service de l'économie, comme on tentera de le montrer – c'est d'ailleurs l'époque où Abba Lerner² théorise la « finance fonctionnelle » : le déficit

¹ Comme d'ailleurs en ce qui concerne les autres formes institutionnelles fondamentales qui ne nous intéressent pas directement ici mais constituent une cohérence d'ensemble – par exemple, en ce qui concerne les formes du salariat, on pourrait citer, outre la Sécurité sociale (avec la branche santé, mais aussi allocations familiales, retraites et accidents du travail et maladies professionnelles), l'Assurance chômage, le SMIG, l'augmentation des congés payés ou le poids des conventions collectives négociées dans un contexte de taux de syndicalisation élevé, d'apogée de la classe ouvrière et d'augmentation des salaires qui suivent les importants gains de productivité.

² Abba Ptachya Lerner, « Functional finance and the federal debt », *Social research*, vol. 10, n° 1, février 1943, p. 38 à 51. Voir aussi, du même auteur, « Money as a Creature of the State », *American Economic Review*, vol. 37, mai 1947, p. 312 à 317, et *Economics of employment*, New York, McGraw Hill, 1951, et, de David Colander, « Was Keynes a Keynesian or a Lernerian ? », *Journal of Economic Literature*, vol. 22, décembre 1984, p. 1571 à 1579.

public, ne butant selon lui sur aucune limite grâce à la création monétaire par la Banque centrale, régule l'économie pour assurer le plein-emploi.

Quant à l'inflation, elle est bien sûr présente à des niveaux supérieurs à ce que connaîtra le régime néolibéral, mais demeure en fait assez modérée sur la période, contrairement à l'image qu'on en a parfois : si elle est très forte au début des Trente Glorieuses comme on l'a dit, et bien sûr à la fin (la tristement célèbre période de « stagflation »), tel n'est pas le cas au cours des deux décennies qui suivent la Reconstruction et précèdent les chocs pétroliers, puisqu'en moyenne sur vingt ans, l'indice des prix à la consommation augmente de seulement 4,1 % par an entre 1953 et 1972¹ (même si la hausse annuelle est déjà systématiquement supérieure à 5 % dans les quatre années qui précèdent le premier choc pétrolier, contrairement aux neuf années antérieures). La politique monétaire expansionniste accompagne la forte croissance sans générer une inflation incontrôlable : on observe quelques pics ponctuels (6,2 % en 1959 et 1972, et même 15 % en 1958) entre des périodes d'accalmie, sans tendance haussière systématique comme le montre le graphique suivant².



¹ Calcul à partir des chiffres annuels fournis par Éric Monnet, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse de doctorat EHESS et École d'économie de Paris, 2012, Annexe I, tableau 2.1, p. 149.

² Données issues de Éric Monnet, *ibid.*

Dans une optique keynésienne, la politique monétaire n'est pas indépendante, mais au service de la politique budgétaire. Toutefois, loin d'être passive, elle joue un rôle déterminant, comme le souligne Éric Monnet au terme d'une enquête historique :

« Une plongée dans les archives de l'administration et de la presse permet immédiatement de se rendre compte que l'hypothèse d'une institution impuissante, marginalisée et adepte de l'inflation tient du préjugé [...]. Dans le cas de la France – comme dans celui de la plupart des pays d'Europe de l'Ouest après la guerre [...] –, on découvre une banque centrale dont les pouvoirs de contrôle sur les banques avaient été considérablement renforcés, dont les rapports au gouvernement dépendaient d'équilibres politiques fluctuants en faveur de l'une ou l'autre partie et dont les politiques annoncées comme anti-inflationnistes étaient souvent jugées trop sévères par ses concitoyens. »¹

Quel est le rôle exact de la Banque centrale et quelles sont ses relations avec les autres acteurs ? Comme nous l'avions annoncé au Chapitre II, le régime d'accumulation fordiste se caractérise par une forte régulation étatique de la création monétaire et du secteur bancaire qui passe par un rôle prépondérant de la Banque centrale, mais aussi, dans le cas français, du circuit du Trésor, comme on va le voir.

2) *Banque de France et circuit du Trésor : la création monétaire par l'Etat pour l'Etat*

Commençons par observer que la Banque de France a un poids direct très important dans la création monétaire : le ratio base monétaire sur masse monétaire ($M0 / M1$) dépasse les 50 % au milieu des années 1950², époque où les espèces représentent encore la moitié de la monnaie en circulation. Notons également l'importance des chèques postaux qui se substituent en partie aux dépôts bancaires ainsi que le note Dominique Plihon dans un *Bulletin de la Banque de France* de 1995³ :

¹ Éric Monnet, « La politique monétaire française des Trente Glorieuses », *Revue d'économie financière*, 2016, vol. 1, n° 121, p. 285 à 290.

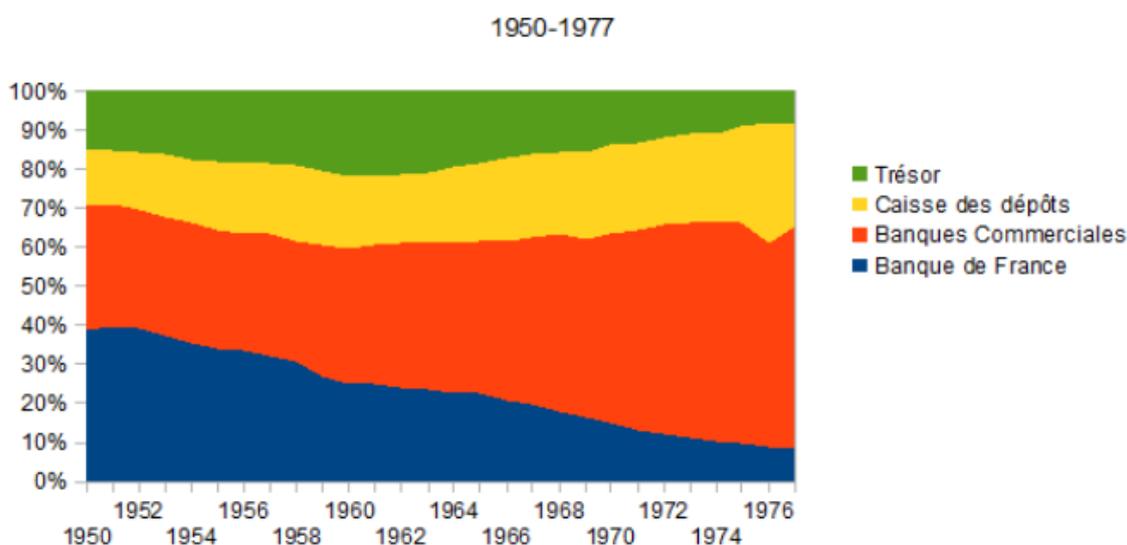
² Par comparaison, il sera seulement de 25 % un demi-siècle plus tard, au milieu des années 2000. Ordres de grandeur construits à partir des données de l'annuaire historique de la Banque de France (<https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/histoire/annuaire-historique/situation-hebdomadaire-de-la-banque-de-france-1898-1974>).

³ Dominique Plihon, « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993). Une analyse à partir des comptes de bilan et de résultats des banques AFB », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre 1995, p. 131 à 159, p. 144.

« Au passif [du système bancaire], la proportion des dépôts diminue, passant de 87,6 % à 71,8 % de 1946 à 1965, notamment sous l'effet de la concurrence du circuit du Trésor (chèques postaux). En contrepartie, le refinancement auprès de la Banque de France augmente, l'endettement des banques de second rang auprès de la Banque centrale devenant une caractéristique structurelle du système bancaire français. »

Plus largement, les différents acteurs publics (la Banque de France, mais aussi le Trésor qui paye ses fonctionnaires par des chèques tirés directement sur son compte à la Banque Centrale, et la Caisse des dépôts et Consignations, sans compter les banques nationalisées) jouent un rôle essentiel dans la distribution des liquidités à l'économie comme l'illustre le graphique ci-dessous¹ :

Ventilation des liquidités.
Proportion des agents distributeurs



Comme le note Éric Monnet (*ibid.*, p. 154), « une caractéristique monétaire essentielle de cette période est que jusqu'au début des années 1970, plus de la moitié des liquidités sont distribués par l'Etat (Trésor, Banque de France, CDC). » Même si on observe que le poids des acteurs publics régresse au cours de la période, la monnaie est tout de même largement créée *par l'Etat*. Mais elle l'est aussi *pour l'Etat*, le Trésor public étant un grand bénéficiaire des émissions (bien que son poids relatif décroisse au cours

¹ Éric Monnet, thèse citée, figure 2.7 p. 155.

du temps) comme le révèle l'examen des sources de la création monétaire : la dette publique représente en effet 38 % du total en 1955¹. Pourtant, on ne saurait en déduire que la Banque centrale crée directement la monnaie pour l'Etat dans des proportions importantes. La Banque de France ne détient qu'environ 15 % de la dette publique au milieu des années 1950², chiffre assez variable qui connaît en outre une décline tendancielle au cours des Trente Glorieuses : ainsi, dans les années 1950, c'est en moyenne 28 % de la dette française (soit 7 % du PIB) qui est financée par la Banque d'émission, contre seulement 16 % (soit 3 % du PIB) au cours de la période 1960-1973³. Ainsi, à mesure que chute le poids de la dette publique relativement au PIB, les concours de la Banque de France au Trésor diminuent au profit des concours à l'économie : en 1950, ils représentent plus de 8 % du PIB contre 2 % pour les concours aux banques et entreprises, en 1970, le rapport s'inverse, à 2 % contre plus de 5 % (*ibid.*, Figure 2.17 p. 168).

On constate donc que si elle est un acteur prépondérant de la création monétaire, la Banque de France n'a pas un rôle aussi essentiel dans le financement de l'Etat, qui passe largement par les banques de second rang. Plus précisément, les financements *directs* de la Banque centrale à l'Etat ne jouent pas un rôle essentiel, mais il existe aussi des financements *indirects* (sans quoi il serait étonnant que la Banque centrale, responsable de plus de la moitié de la création monétaire, finance si peu l'Etat qui est par ailleurs le bénéficiaire de près des deux cinquièmes de la création monétaire au milieu des années 1950). Il est difficile d'estimer le poids total de l'Etat en tant que destinataire des émissions de la Banque de France, car outre les avances directes et les comptes postaux, le financement monétaire du Trésor pendant les Trente Glorieuses prend aussi la forme « maquillée » des obligations cautionnées et des prêts à la

¹ Ratio construit à partir de J. Raillon, « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », *Etudes et conjoncture - Institut national de la statistique et des études économiques*, n° 6, 1956 (11^e année), p. 495 à 517, p. 514-515.

² Ordre de grandeur construit à partir de l'annuaire historique de la Banque de France (<https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/histoire/annuaire-historique/situation-hebdomadaire-de-la-banque-de-france-1898-1974>) et de J. Raillon, « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », art. cit., p. 514-515.

³ Éric Monnet, thèse citée, p. 166.

construction de la Caisse des dépôts et consignations¹, impossibles à identifier dans le bilan de la Banque centrale (du moins jusqu'en 1964) et surtout impossibles à interpréter pour les non-initiés, mais qui représentent sans doute la moitié du total². Ces dispositifs opaques constitutifs du « circuit du Trésor » (cf. *infra*) sont autant le fruit de la complexité des normes comptables et des pratiques financières historiquement contingentes que d'une volonté délibérée du Gouverneur et du Conseil de la Banque et de l'administration du Trésor d'éviter la défiance que suscitent les concours directs, en privilégiant les financements implicites de l'Etat par la Banque centrale (cette préoccupation ressort explicitement des archives citées par Éric Monnet). Il s'agit donc à nos yeux de sauver les apparences, en jouant sur les formes institutionnelles sibyllines de l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement pour masquer le fait qu'une part importante de la monnaie est bien créée par l'Etat (Banque centrale) pour l'Etat (Trésor public).

Notons toutefois que si l'Etat est un grand bénéficiaire de la création monétaire, celle-ci n'explique pas la totalité, ni même la majorité du financement de la dette publique : ainsi, l'encours de la dette publique équivaut à la masse monétaire M1 vers 1955, alors qu'elle ne pèse que 38 % des sources de la création monétaire (que celle-ci soit créée par les banques ou par la Banque centrale) : c'est donc environ trois cinquièmes de la dette publique qui demeure financée par d'autres moyens que la création monétaire. Comme le rappelle Benjamin Lemoine, l'Etat s'appuie largement, pour gérer son déficit budgétaire, sur le « circuit du Trésor », c'est-à-dire notamment sur la mobilisation des trésoreries des « correspondants du Trésor » que sont les

¹ « La partie « cachée » du financement de l'État se composait essentiellement de deux types de crédit : les obligations cautionnées et les prêts à la construction de la Caisse des dépôts et consignations (CDC). La mobilisation par la Banque de France de ces titres ouvrait un crédit direct au Trésor. Les obligations cautionnées étaient des traites accordées par le Trésor à des entreprises en règlement de certaines taxes (au lieu de payer l'impôt, les entreprises achètent cette obligation ce qui constitue donc un prêt au Trésor). Elles existaient depuis 1875 mais leur généralisation ainsi que leur utilisation systématique par le Trésor et la Banque de France pour le financement de l'État date de 1947. L'utilisation des prêts à la construction relève quant à elle d'un accord tacite entre le Trésor et la Caisse des Dépôts : quand la Banque de France réescompte ces prêts, les Fonds dégagés étaient directement déposés par la CDC au compte courant du Trésor. Un maximum à l'utilisation de ces fonds était fixé tacitement entre les deux institutions et fut variable au cours de la période avant de s'établir à 4,5 milliards de Francs à la fin des années 1960. Jusqu'en 1964, ces titres n'apparaissent pas nommément dans la situation hebdomadaire (le bilan) de la Banque de France qui est rendue publique. » Éric Monnet, thèse citée, p. 161.

² *Ibid.*, p. 165. Voir figure 2.16 p. 168.

banques nationalisées à la Libération, la Caisse des dépôts et consignations (comme on l'a déjà vu avec les prêts à la construction), les Caisses d'épargne, les collectivités locales ou les entreprises publiques et semi-publiques (notamment par les obligations cautionnées) :

« Puisque l'argent public nécessaire n'est pas là, préexistant, il faut réinventer des structures capables de le créer et de l'entretenir. [...] L'administration du Trésor met en place des procédés procurant à l'Etat des ressources faciles, régulières et sécurisées. »¹

Ce circuit permet à l'Etat de financer les déficits publics sans recourir aux avances directes de la Banque de France au Trésor, dont le montant est encadré par le Parlement (même si le circuit du Trésor donne tout de même lieu à une création monétaire indirecte de la Banque centrale pour l'Etat, comme on l'a vu) : « *l'Etat finance ses découverts passagers en drainant de l'épargne et en collectant les ressources monétaires de son propre réseau, à la fois des particuliers mais aussi des institutions bancaires* »². En effet, si les dépôts de trésorerie ne suffisent pas à couvrir le déficit, la soumission des banques à un « plancher d'effets publics » depuis 1948 permet de trouver les financements par une dette de court terme : les banques sont en effet obligées de détenir un montant minimal de bons du Trésor en proportion de leurs dépôts³. Cela permet à l'Etat d'éviter la dynamique d'endettement cumulatif qu'implique le financement des déficits par le recourt au prêt à intérêt à un taux fixé par les marchés financiers (ainsi que le révélera le régime néolibéral). De 1946 à 1965, le poids relativement important (quoique décroissant) de la dette publique dans les contreparties de la masse monétaire s'explique d'ailleurs moins par le volume d'endettement public (qui est modéré) que par le rôle du plancher d'effets publics dans le financement du Trésor.

¹ Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette, op. cit.*, p. 48.

² Benjamin Lemoine, « Dette publique, débat confisqué. Pourquoi la France emprunte-t-elle sur les marchés ? », *La Vie des idées*, 12 février 2013.

³ Les effets publics doivent représenter 95 % de leur montant en portefeuille au 30 septembre de l'année précédente, toute augmentation des dépôts à vue et comptes à échéance depuis cette date devant en outre être couverte au moins à hauteur de 20 % par une hausse de l'encours de bons du Trésor. Paul-Jacques Lehmann, *Le système des réserves obligatoires et le contrôle de la masse monétaire*, Rouen, Presses universitaires de Rouen et du Havre, 1979, p. 281.

L'imposition d'un tel plancher et la réquisition de la trésorerie des correspondants du Trésor constituent un acte de souveraineté fort, qui indique clairement le statut institutionnel de la monnaie mise sous tutelle de l'Etat et extraite de tout mécanisme supposé autorégulateur du marché du crédit. L'entrelacement étroit des finances publiques, semi-publiques et privées dans le circuit du Trésor ne permet pas seulement le financement de l'Etat auprès d'acteurs non-étatiques ou paraétatiques, mais le met aussi en position de financer l'économie conformément à ses objectifs de planification : « Les hauts fonctionnaires et représentants politiques vont avoir recours à un dispositif faisant de l'Etat, *via* le profilage de sa trésorerie, l'investisseur et le banquier de l'économie nationale : le *circuit du Trésor*. »¹ Mais le poids de l'Etat recule progressivement au cours des Trente Glorieuses, que ce soit dans les concours de la Banque de France (cf. graphiques d'Éric Monnet ci-après) que dans les emplois bancaires comme le note Dominique Plihon² :

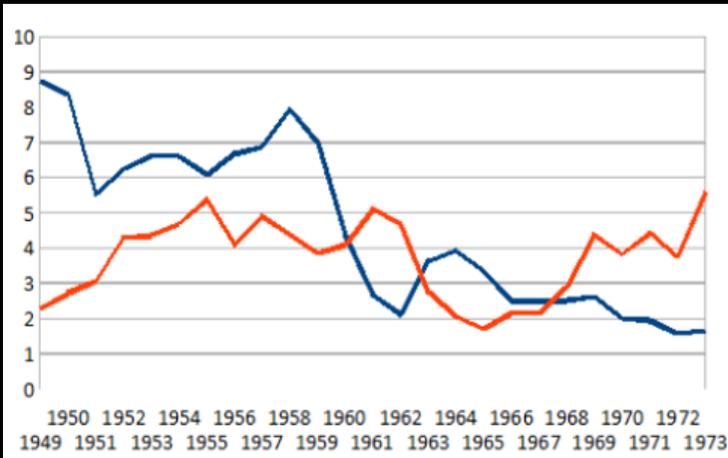
« Les titres de la dette publique représentent près de la moitié des emplois bancaires en 1946 ; leur part diminue fortement par la suite. [...] Le poids du circuit du Trésor s'estompe progressivement ; les crédits bancaires prennent la place des titres publics et augmentent fortement, passant de 50 % à 90 % des emplois bancaires de 1946 à 1965. »

Cette substitution du secteur privé au secteur public comme principal bénéficiaire de la création monétaire au cours des Trente Glorieuses pourrait laisser penser que le rôle de l'Etat est en fort recul sur la période. En réalité, elle est le reflet de la forte croissance impulsée par l'Etat lui-même, et ne doit pas masquer le contrôle public des circuits de financement du secteur privé, que l'on va à présent détailler.

¹ Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette*, *op. cit.*, p. 48.

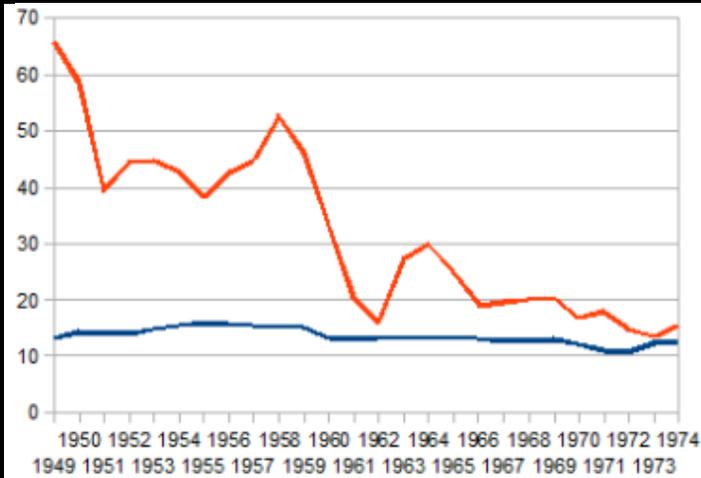
² Dominique Plihon, « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993) », *art. cit.*, p. 144.

Concours de la Banque de France au Trésor entre 1949 et 1974¹



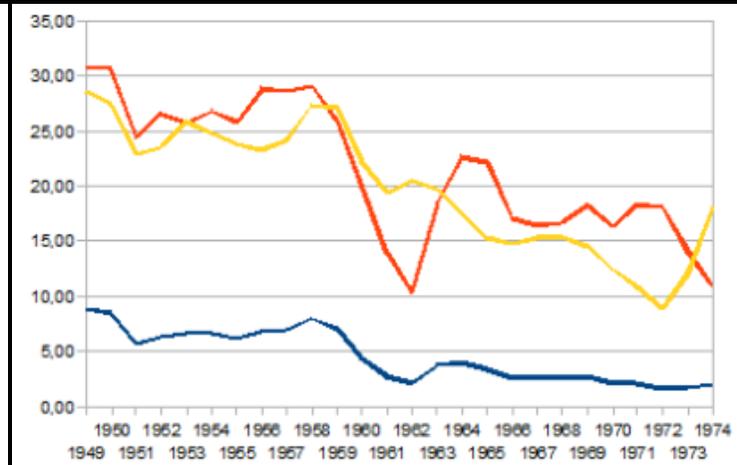
— Au gouvernement
— A l'économie (banques, entreprises)

Concours de la Banque de France au Trésor et à l'économie en pourcentage du PIB



— Actifs de la Banque de France % PIB
— Concours au Trésor % actifs Banque de France

Actifs de la Banque de France en proportion du PIB et Concours au Trésor en proportion des actifs



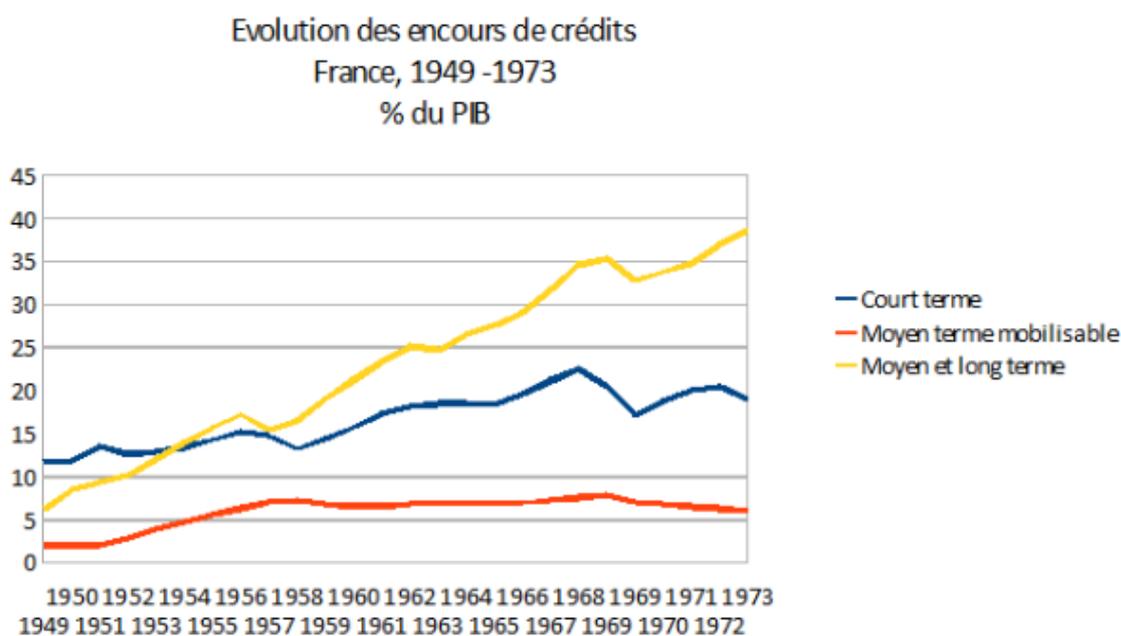
— Concours au Trésor % PIB
— Concours au Trésor % dette publique
— Dette publique % PIB

Concours de la Banque de France au Trésor en proportion de la dette publique et du PIB

¹ Éric Monnet, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse citée, figure 2.17, 2.18 et 2.19 p. 168-169.

3) L'encadrement du crédit : la tutelle publique sur le crédit à l'économie

Les Trente Glorieuses connaissent un remarquable essor du crédit à l'économie, dont l'encours total représente 20 % du PIB en 1949, mais 62 % en 1973. Cette hausse est pour partie financée par création monétaire par les banques, dont le poids se fait croissant comme on l'a déjà vu (graphique p. 231) : nous sommes donc bien dans un régime de monnaie partiellement endogène. Toutefois, commençons par relever que l'essentiel de la hausse est imputable aux crédits à moyen et long terme non mobilisables (c'est-à-dire non-rééscomptable par la Banque de France) financés par une épargne préalable, comme le montre le graphique suivant¹ :



Le poids des acteurs publics dans le financement de ces crédits de moyen et long terme, donc dans l'essor des circuits de financement du secteur privé, est déterminant – il l'est moins dans le cas des crédits de moyen terme mobilisables, et s'avère très minoritaire en ce qui concerne les crédits de court terme, comme le montrent les graphiques ci-après. L'essentiel des crédits de moyen et long terme sont en effet distribués par les « organismes spécialisés », qui incluent les banques à statut légal

¹ Éric Monnet, thèse citée, figure 2.1 p. 150.

spécial (Banques populaires et les Caisses du Crédit Agricole) et les établissements publics et semi-publics qui participent à l'allocation du crédit (Crédit National, Crédit Foncier, Caisse des Dépôts et Consignations...)¹. Le Trésor public joue aussi un rôle prépondérant, même si son poids diminue dans la seconde moitié des Trente Glorieuses – tout comme celui de la Banque de France dans les crédits à court terme et les crédits à moyen terme mobilisables qui alimentent la création monétaire endogène.

Pendant la première partie de la période qui nous intéresse, Trésor public et Banque de France sont largement responsables de l'essor du crédit, qu'ils encouragent délibérément (par exemple quand la Banque centrale étend le réescompte des bons à trois mois aux titres à cinq voire sept ans pour le crédit logement afin de mieux refinancer les banques).

« 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. [...] Contrairement à la Banque d'Angleterre dont la politique visait principalement à acheter des bons d'État sur le marché monétaire, la Banque de France était ainsi directement impliquée dans le financement de l'économie (dont une grande partie, banques ou entreprises, était de fait nationalisée) et moins soumise aux fluctuations des émissions de dette publique. »²

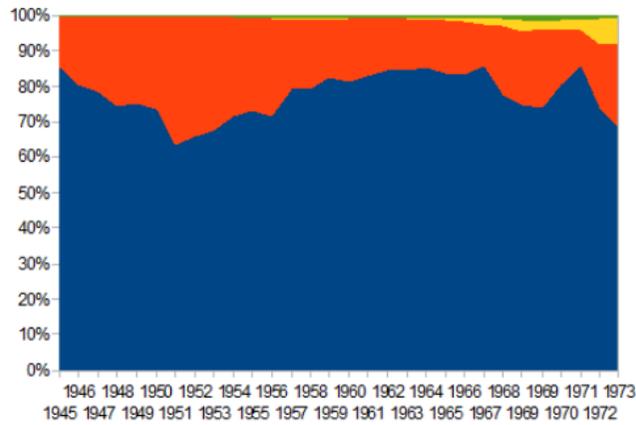
Ainsi, si la politique monétaire peut servir dans une certaine mesure la politique budgétaire durant les Trente Glorieuses, dans le cas français, l'approche historique d'Éric Monnet – précieuse pour notre démarche régulationniste – confirme qu'elle est surtout intégrée à un dispositif général de planification, en décidant non seulement du *volume* de création monétaire (politique quantitative de la Banque centrale) mais aussi de son *affectation* (politique qualitative) :

« Les actions de la banque centrale s'inscrivaient au sein d'un cadre politique général où l'intervention de l'État était omniprésente et considérée comme nécessaire. Ainsi, la Banque de France n'avait pas pour seul but d'influencer la

¹ *Ibid.*, p. 62.

² Monnet Éric, « La politique monétaire française des Trente Glorieuses », *art. cit.*

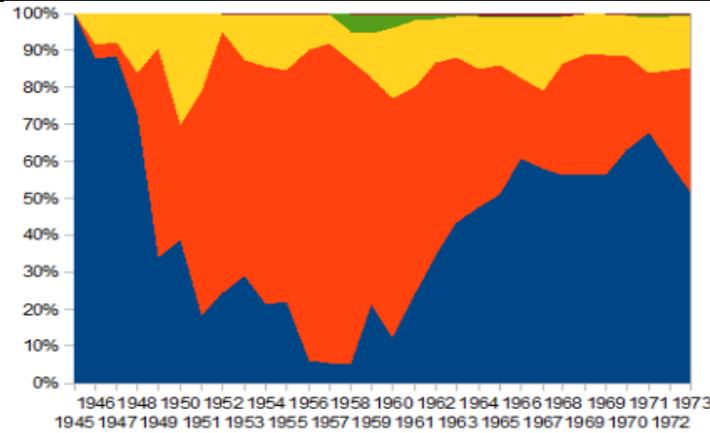
Structure de financement selon le type de crédits entre 1945 et 1973¹



Pourcentage du total :

- Etablissements financiers
- Organismes Spécialisés
- Banque de France
- Banques

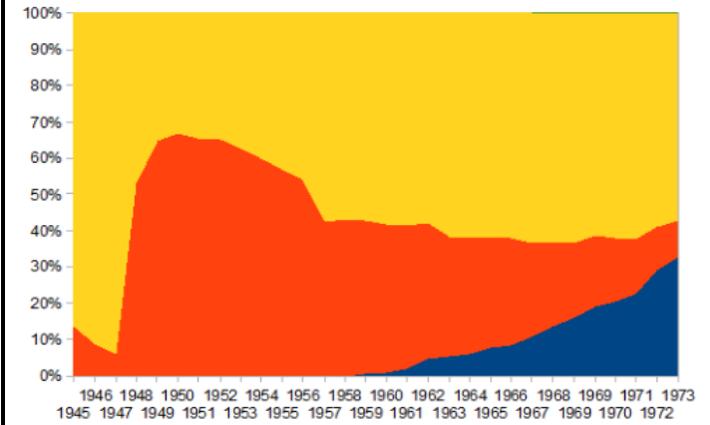
Crédits à court-terme



Pourcentage du total :

- Etablissements financiers
- Caisse de Consolidation et de mobilisation des crédits à moyen terme
- Organismes Spécialisés
- Banque de France
- Banques

Crédits à moyen-terme mobilisables



Pourcentage du total :

- Etablissements financiers
- Organismes Spécialisés
- Trésor Public
- Banques

Crédits à moyen-terme non mobilisables et à long-terme

¹ Éric Monnet, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse citée, figures 2.12, 2.13 et 2.14 p. 159-160.

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, en particulier pendant les périodes de politique monétaire restrictive. » (*ibid.*)

Le rôle de la puissance publique dans l'affectation des liquidités créées par le secteur public ou privé est donc décisif. Cette régulation active conjointe du rapport monétaire et du rapport d'endettement que constitue la sélectivité du crédit nécessite tout un écosystème institutionnel dont l'existence donne chair à nos yeux au concept de « mode de régulation ». Différentes instances participent en effet à la gouvernance du système de crédit mis sous tutelle par la puissance publique : Banque de France, Trésor, Commission de contrôle des Banques, Association professionnelle des banquiers, institutions financières spécialisées (Crédit National, Crédit Agricole, etc.)... Les décisions sont prises de manière décentralisée au sein des différentes administrations, la coordination des acteurs étant notamment animée par le Conseil national du crédit (organe paritaire rassemblant des représentants du monde financier public et privé) qu'héberge la Banque de France. Notons également que cette dernière assure la tutelle des établissements dont les crédits participent à la création monétaire, le ministère des Finances contrôlant les autres – le cadre règlementaire suivant ici une distinction théorique sur le plan monétaire comme le note Éric Monnet (*ibid.*). La Banque centrale a en effet vocation, en contrôlant le volume de crédit créateur de monnaie, à contrôler la masse monétaire elle-même.

Ce point est essentiel : la Banque centrale ne se contente pas de réguler indirectement le volume de crédit et son affectation, elle exerce pendant les Trente Glorieuses un contrôle quantitatif direct quand cela est nécessaire. Comme le souligne Éric Monnet, une véritable « politique de rationnement quantitatif », très différente de la politique de taux que nous connaissons, est mise en place face aux pics d'inflation :

« La politique de la Banque de France se faisait au moyen du contrôle des quantités plutôt que du maniement des taux d'intérêt. [...] La reconstruction économique du pays imposait des financements abondants à bas coût. Lorsqu'il

était nécessaire de restreindre la croissance du crédit pour diminuer l'inflation, la banque centrale imposait des contraintes quantitatives sans augmenter (ou très peu) les taux d'intérêt, ce qui permettait d'autant plus de cibler des secteurs prioritaires. » (*ibid.*)

Les instruments de régulation bancaire mobilisés pour faire respecter les contraintes quantitatives sont divers selon l'auteur (plafond de réescompte à la Banque centrale, maximum de croissance du crédit par banque, ratio de liquidité ou de réserve), et « la Banque de France en modifiait la définition très régulièrement afin que les banques y échappent le moins possible » (*ibid.*). Ce contrôle lui permettait de couper de temps à autre le robinet du crédit – « souvent contre l'avis du gouvernement et parfois sous forte pression du FMI, comme en 1958 » selon Éric Monnet – pour réduire l'inflation et rééquilibrer la balance des paiements. Autant le contrôle des prix pratiqué entre 1938 et 1947 fut un échec spectaculaire, comme on l'a vu, autant le contrôle du crédit se révéla d'une remarquable efficacité pour contrôler l'inflation malgré une forte croissance – efficacité que n'aurait pu avoir une simple politique de taux (*ibid.*) :

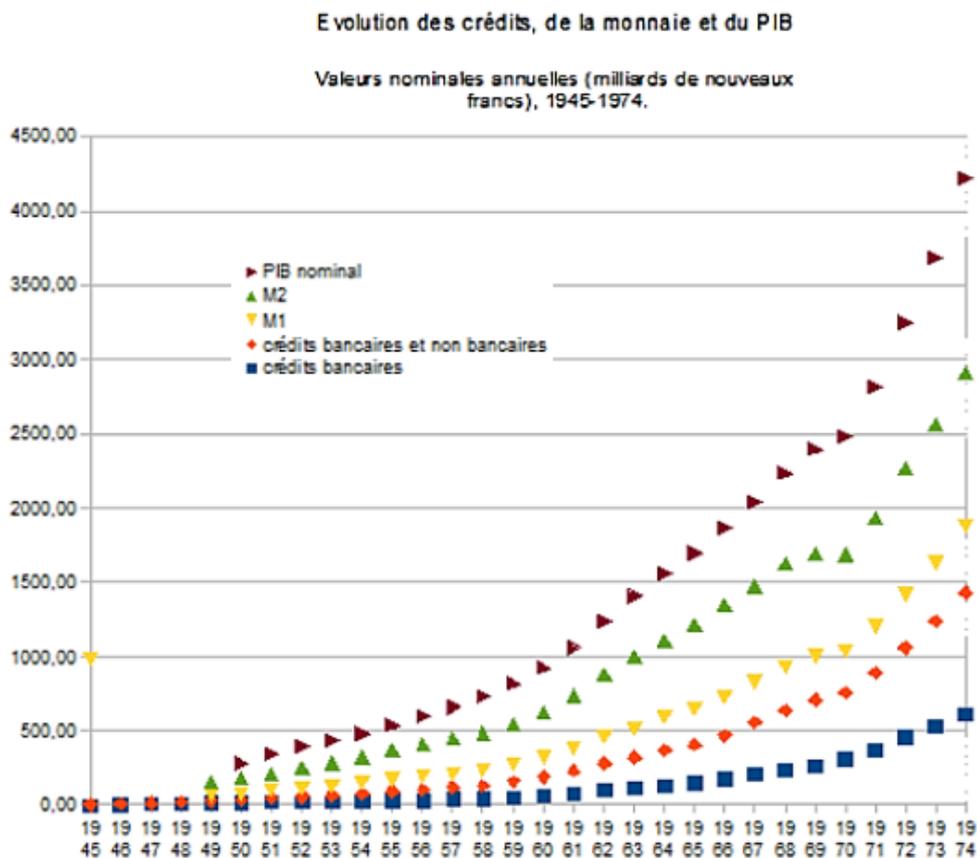
« Cette politique de rationnement quantitatif avait en outre l'avantage d'être très efficace à court terme pour agir sur le niveau du crédit et des prix dans une économie où les banques étaient fortement contrôlées par la banque centrale et où les contrôles de capitaux étaient la norme : les banques étant très peu endettées les unes vis-à-vis des autres et le marché monétaire étant ainsi peu développé, les fluctuations du taux d'intérêt de la banque centrale auraient eu peu d'impact immédiat sur les conditions bancaires. »

La politique de contrôle du volume de crédit permettait bien sûr de parfaitement maîtriser la masse monétaire, mais aussi l'inflation, et même le niveau de la production, au point qu'elle explique la moitié du cycle économique réel selon l'auteur (*ibid.*) :

« Nous avons estimé que près de 50 % de la volatilité des prix et de la production industrielle pendant cette période étaient causées par les politiques de la Banque de France. [...] Selon nos estimations économétriques, la production industrielle, les prix et l'offre de monnaie diminuaient en moyenne de 5 % (sur

une période d'un an et demi) à la suite de la mise en place des mesures restrictives par la Banque de France. »

Ainsi que l'explique Éric Monnet dans sa thèse, « la masse monétaire, les crédits bancaires, les crédits non bancaires et le PIB nominal connaissent un développement parallèle au cours de la période »¹ (dans un contexte de relative stabilité de la vélocité de la monnaie). L'auteur l'illustre par le graphique suivant (*ibid.*, figure 2.2 p. 151) :



4) L'endogénéité de la monnaie au cœur de la crise du modèle fordiste ?

Ainsi, l'argent-dette ne s'autorégule pas comme par magie au cours des Trente Glorieuses : si la masse monétaire atteint le rythme d'augmentation et passe par les canaux de distribution qui permettent une croissance de plein-emploi modérément inflationniste (jusqu'aux chocs pétroliers du moins), c'est parce que l'Etat est largement à la manœuvre dans l'économie en général, et en particulier dans la régulation de la

¹ Éric Monnet, thèse citée, p. 150.

création monétaire qui est en grande partie de son fait et pour son compte. Il en est en effet un acteur important par la Banque centrale et le circuit du Trésor, et un bénéficiaire essentiel grâce à une dette non pas subie mais gérée de manière fonctionnelle (bien que son poids diminue progressivement au cours de la période), mais c'est surtout son contrôle sur un système de crédit mis sous tutelle qui doit être souligné. La monnaie demeure partiellement endogène : la création monétaire décentralisée effectuée par les banques commerciales au bénéfice du secteur privé existe toujours, et gagne en puissance de manière très significative au cours de la période. Toutefois, cette création monétaire endogène est mise sous tutelle publique dès que cela s'avère nécessaire : on constate en effet qu'en France, le volume d'endettement est explicitement déterminé par la Banque centrale en cas de besoin pour contrôler la masse monétaire et l'inflation – avec succès, cette politique agissant même directement sur le niveau de la production¹. Nous tenons là un élément essentiel à notre démonstration : la dette est bien fonctionnalisée du fait de l'encastrement de la création monétaire dans le crédit bancaire, mais cet enjeu n'est pas abandonné aux seules forces du marché du crédit ; c'est au contraire le contrôle direct par la puissance publique du volume de crédit et de son affectation qui permet de maîtriser la monnaie, les prix et la production pour assurer une croissance de plein-emploi modérément inflationniste. Mais cette régulation ne peut qu'accommoder provisoirement les contradictions de la monnaie endogène qui se développent toujours plus au sein du régime fordiste, jusqu'à l'emporter.

Le mode de régulation fordiste entre en crise dans les années 1970, voire dès la fin des années 1960. En matière de monnaie et de dette, cela se mesure par exemple à l'apparition d'une forte inflation et à un changement dans la politique de taux d'intérêt de la Banque centrale. Dans le cas français, Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet distinguent trois périodes² en comparant la politique de taux à la règle de Taylor³. Tout

¹ Des représentants de la *Bundesbank* allemande et de la *Federal Reserve* américaine rendent visite à la Banque de France (respectivement en 1964 et 1966) pour étudier cette politique elle-même inspirée des Pays-Bas.

² Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », *Revue d'économie financière*, 2016, vol. 1, n° 121, p. 35 à 58.

³ Énoncée en 1993 par John B. Taylor, cette règle tente d'expliquer le taux directeur fixé par la Banque centrale par l'arbitrage entre maîtrise de l'inflation et stimulation de la croissance, en le reliant à l'écart entre la cible d'inflation et le taux d'inflation effectif et à l'écart entre le PIB effectif et son niveau potentiel.

d'abord, entre 1950 et 1968-1970 s'écoulaient deux décennies de taux rigides (ne tenant compte d'aucune des fluctuations) et bas (autour de 3 à 4 %, ce qui est très inférieur à ce qu'impliquerait la règle de Taylor), la Banque de France combattant l'inflation par les outils quantitatifs de contrôle direct du crédit sans varier ses taux, même pendant les crises inflationnistes de 1952 et de 1957-1958 (notamment pour ne pas compromettre le financement de l'Etat et du plan). Puis la période de « la Grande Inflation » (1968 à 1982) s'accompagne de taux d'intérêt montant et fluctuant bien plus fortement tout en restant systématiquement très en-deçà de ce qu'aurait impliqué la règle de Taylor¹ ; le contrôle quantitatif du crédit perdant son rôle dominant et les opérations d'escompte passant au second plan avec la mise en place progressive des interventions d'*open market* (achat directs par la Banque centrale de titres financiers sur les marchés) dans un contexte de ciblage des agrégats monétaires. Enfin, depuis 1982, la règle de Taylor semble s'appliquer à la politique de taux. On peut donc considérer que si le mode de régulation fordiste connaît des petites crises qu'il est capable d'absorber (par exemple en 1952 ou 1958, cette dernière crise se soldant moins par le plan Pinay-Rueff de stabilisation budgétaire et monétaire que par le contrôle direct du crédit²), la « stagflation » des années 1970 constitue pour lui une crise finale, qui débouchera après quelques années sur la mise en place d'un nouveau mode de régulation – que l'on qualifie usuellement de néolibéral.

Comment expliquer cette crise ? Les facteurs sont divers, les plus souvent mis en avant étant les chocs pétroliers, la baisse des gains de productivité ou la saturation des marchés de premier équipement (en matière d'électroménager ou d'automobile). Sans nier l'importance de ces facteurs, il nous semble intéressant de souligner que l'origine de la crise se situe peut-être aussi dans l'endogénéité de la monnaie, dont l'absence d'autorégulation peine à être accommodée par une forme institutionnelle qui développe toujours davantage ses contradictions internes – hypothèse heuristique qui s'appliquera d'ailleurs aussi à la crise du régime néolibéral. La forte croissance de plein-

¹ La France est alors loin des débats monétaristes et ne considère pas l'inflation comme monétaire.

² « Le fameux plan Pinay-Rueff, qui s'est imposé comme un des éléments fondateurs de la mythologie gaullienne, n'est en réalité adopté qu'à la fin de l'année 1958 et mis en œuvre alors qu'un ajustement de court terme a déjà été réalisé, en grande partie grâce au contrôle du crédit » thèse d'Éric Monnet, p. 314.

emploi modérément inflationniste des années 1960 reposait sur un essor du crédit¹ qui finit par rompre les conditions de sa propre reproduction, sous le poids d'une contradiction : puisque l'encastrement de la monnaie dans la dette fonctionnalise cette dernière (on ne peut avoir plus de monnaie sans avoir plus de dette), l'augmentation de l'endettement s'avère nécessaire à la croissance, or celui-ci peut se révéler soudainement insoutenable. L'économie peut certes théoriquement décrire un sentier de croissance équilibré tant que l'endettement augmente proportionnellement au PIB, mais rien ne garantit en pratique que l'endettement des agents nourrissant la création monétaire progresse de manière proportionnelle à la production réelle, qui peut par exemple buter sur des limites physiques l'empêchant de suivre le rythme de la demande, ce qui provoque des tensions inflationnistes. Même si l'inflation allège le poids réel des dettes, leur fardeau nominal s'alourdit (et d'autant plus que la création monétaire est plus rapide que la croissance), rendant les agents plus vulnérables à un choc de confiance sur leurs revenus futurs ou la valeur de leurs patrimoines, ou encore à un choc sur les taux d'intérêts s'appliquant à un passif croissant. En risquant d'éroder la solvabilité des agents, la hausse continue de l'endettement mine la confiance nécessaire à la croissance. C'est cette contradiction fondamentale qu'un mode de régulation ne peut qu'accommoder provisoirement, avant d'y succomber, comme ce fut le cas pour le mode de régulation fordiste dans les années 1970.

Avant même le premier choc pétrolier, l'inflation pointe en période de surchauffe au tournant des années 1960/70, ce qui amorce une mécanique wicksellienne de hausse cumulative des prix. En effet, les taux d'intérêts réels se trouvent dégradés, jusqu'à devenir négatifs dans certains pays, ce qui augmente la profitabilité des investissements pour les entreprises, entretenant leur demande de crédit, donc la dynamique de création monétaire inflationniste, comme le note Robert Boyer² :

¹ Comme le résume Robert Boyer (« Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898) », art. cit.) : « Dans les années soixante, la politique monétaire était un instrument utilisé en vue de maintenir un quasi-plein-emploi. Prévalaient de bas taux d'intérêt destinés à encourager le crédit et l'investissement. »

² Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », art. cit.

« Lorsque, à partir du milieu des années soixante, l'inflation s'accéléra, les taux d'intérêt réels restèrent faibles, voire devinrent négatifs dans certains pays. Dans la mesure où le taux de rentabilité — fut-il même décroissant dans des pays tels que le Royaume- Uni, la République fédérale d'Allemagne ou les États-Unis — demeura supérieur au taux d'intérêt réel, il n'était pas surprenant que les entreprises s'endettent massivement auprès des banques. La France n'a pas échappé à ce mouvement. Simultanément, les ménages acquièrent à crédit logements et biens durables. Une stimulation de la demande vint ainsi buter sur des capacités de production dont la croissance s'avéra insuffisante. En conformité avec les mécanismes wickselliens, les prix amorcèrent une hausse cumulative : excès de demande, tensions sur la répartition des revenus, abondance des moyens monétaires constituèrent autant d'ingrédients qui attisèrent l'inflation. »

Comme le note l'auteur, la hausse du crédit et de la création monétaire n'est pas le seul facteur explicatif de la hausse des prix. En effet, une fois établie, l'inflation attise le conflit de répartition de la valeur ajoutée au sein des entreprises, ce qui l'alimente en retour : l'affrontement de classes entre salariés et capitalistes contraint en effet les entreprises à augmenter les salaires pour restaurer le pouvoir d'achat des salariés, puis, pour compenser la dégradation de la profitabilité qui en résulte, à augmenter les prix pour restaurer les profits des actionnaires, de sorte que la spirale inflationniste s'auto-entretient – et allège en outre le poids réel des dettes qui s'accroissent sur le plan nominal, ce qui permet à la mécanique proprement monétaire de perdurer. Mais la Banque centrale doit alors entrer en jeu pour briser l'inflation en augmentant le taux d'intérêt (c'est le célèbre « choc Volcker » – nous y reviendrons) : cela se traduit par une hausse des coûts de financement pour les entreprises, qui réduisent leurs investissements, d'une part du fait d'un arbitrage wicksellien entre taux d'intérêt et profitabilité de l'investissement, et d'autre part du fait d'une contrainte de solvabilité, à laquelle elles se heurtent parce qu'elles ont accumulé un volume d'endettement qui s'avère difficilement soutenable dès lors que leur profitabilité s'érode (on retrouve là l'analyse minskienne du paradoxe de la tranquillité), surtout si l'entreprise misait sur la

poursuite de l'inflation pour diminuer le poids réel de ses dettes (selon une interaction entre évolution des prix et dynamique d'endettement qui est au cœur de l'analyse fishérienne des booms et des dépressions). Ainsi que le résume Jacques Généreux :

« [Dans les années 1960,] le contexte est alors très favorable à l'endettement et à la croissance : politique de taux d'intérêt bas, stabilité des résultats des entreprises, inflation après 1968 qui allège le poids réel de la dette et contribue au boom des années 68-72. Mais la croissance va buter sur la contrainte de solvabilité. L'explosion salariale a réduit la rentabilité des entreprises, les politiques anti-inflationnistes relèvent les taux d'intérêts et on atteint vite un stade de surendettement qui amène la crise. En effet, pour rétablir leur rentabilité et leur solvabilité, les entreprises arrêtent l'investissement et freinent la croissance. Quand la désinflation apparaît (années 80), la charge réelle de la dette accumulée augmente. Croissance ralentie et désinflation accentuent la contrainte de solvabilité et entraînent un approfondissement de la crise.»¹

On peut donc tenter d'expliquer la crise des années 1970 par l'absence d'autorégulation de l'argent-dette, qui, dans un premier temps, mène à une création monétaire excessive compensée, sur le plan de l'endettement, par une érosion de la valeur réelle des dettes du fait de l'inflation, puis, dans un second temps, par une remontée des taux qui brise l'inflation mais révèle un excès d'endettement et une perte de profitabilité qui freine l'investissement donc la croissance. Au milieu des années 1980, Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek² préconisent une baisse des salaires pour restaurer la profitabilité des investissements, et l'on constatera en effet une formidable modération salariale dans le régime néolibéral, mais cette solution pèse sur la demande globale. Si les entreprises avaient pu continuer à investir sans comprimer les salaires, la croissance aurait peut-être connu un rythme plus soutenu permettant d'éviter la réapparition du chômage de masse, mais elles ne pouvaient le faire qu'en s'endettant davantage à des taux d'intérêt réels peu incitatifs, ce qui aurait menacé leur solvabilité.

¹ Jacques Généreux, « *La dette, le boom, la crise* (Vivien Lévy-Garboua, Gérard Maarek) », art. cit., p.192.

² Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek, *La dette, le boom, la crise*, op. cit.

On peut ici faire l'hypothèse qu'une mise en circulation de la monnaie désencastrée du rapport d'endettement, c'est-à-dire une création monétaire sans contrepartie (on y reviendra dans le dernier chapitre), allouée aux entreprises par subvention aux investissements, leur aurait permis d'investir de manière rentable sans avoir ni à baisser les salaires (au risque de casser la demande), ni à augmenter les prix (au risque d'amorcer une spirale inflationniste). En effet, la rentabilité se détermine par la comparaison entre le rendement attendu de l'investissement et son coût financier (nul dès lors qu'il est financé par subvention plutôt que par emprunt) : mieux vaut donc que la restauration de la rentabilité passe par une réduction du coût financier que par l'augmentation des prix (donc des recettes) ou la diminution des coûts non financiers (les salaires). Paradoxalement, créer davantage de monnaie aurait peut-être pu ralentir l'inflation, dès lors que les nouvelles encaisses auraient été allouées gratuitement par une forme d'hélicoptère monétaire. Dans ce cas, la mécanique keynésienne, dont il est courant de considérer qu'elle fut invalidée par l'épisode de stagflation, se serait en fait révélée toujours valable, n'était-ce son encastrement dans la dette¹ : la relance par la création monétaire solvabilisant un surcroît de demande aurait peut-être toujours fonctionné, dès lors qu'elle n'aurait plus reposé sur un surcroît d'endettement... Cette hypothèse, qui prend sens dans un cadre d'analyse postkeynésien expliquant l'inflation par le conflit de répartition plutôt que par la création monétaire, est sans doute trop optimiste car elle exclut toute cause proprement monétaire à l'inflation, et néglige les autres facteurs (chocs pétroliers, etc.) qui déterminent la formation des prix, ainsi que l'ouverture internationale des économies domestiques (qui porte le risque qu'une politique de relance creuse le déficit extérieur plutôt que de relancer la croissance intérieure²). Quoiqu'il en soit, la mise en lumière des contradictions de la monnaie endogène a une portée heuristique indéniable pour renouveler la lecture de la crise des années 1970.

¹ A condition sans doute que le protectionnisme, ou le fléchage des subventions allouées selon des critères de relance domestique, évite que l'argent distribué n'alimente le déficit de la balance commerciale.

² Par exemple en stimulant l'achat de machines-outils allemandes, comme le fit largement la relance Chirac par l'investissement en 1975, ou de magnétoscopes japonais, comme le fit la relance Mauroy par la consommation en 1981-82.

Conclusion

La première moitié du XX^e siècle connaît la fin de l'étalon-or et l'essor de la monnaie endogène, produite de manière décentralisée sur le marché du crédit sans mécanisme autorégulateur. Une régulation stable de cette nouvelle forme monétaire peine à s'instaurer. C'est la Grande Guerre qui, léguant une dette publique considérable, a eu raison de la convertibilité en or des devises européennes, sans que cela soit véritablement accepté par les Etats, qui cherchent à la rétablir dans l'entre-deux-guerres. La France trace de ce point de vue un chemin singulier, à mi-chemin entre l'hyperinflation allemande et la spectaculaire déflation britannique nécessaire au rétablissement de la convertibilité dès 1925. Si une forte création monétaire a permis de dissoudre en partie le poids réel de la dette publique française dans l'inflation, contrairement à ce qui avait prévalu au sortir de la guerre franco-prussienne de 1870, la croyance que l'Allemagne paiera et que la France reviendra à la parité d'avant-guerre prévaut au sortir de la Première Guerre mondiale : les années 1920, qui verront cette illusion voler en éclat, sont marquées par une forte instabilité du franc et une forte conflictualité politique sur la question monétaire, jusqu'à ce qu'un équilibre contingent émerge, autorisant le rétablissement tardif de la convertibilité moyennant une forte dévaluation du franc. Celle-ci ne durera pas : comme pour les autres devises, elle sera emportée par la crise des années 1930, qui révèle comme nous l'avons vu au chapitre précédent la formidable instabilité inscrite au cœur-même de la monnaie endogène.

Cette première séquence historique confirme donc que la monnaie endogène ne s'autorégule pas ; pourtant, cet ordre monétaire connaît par la suite une phase de stabilité durable : c'est selon nous le concept de mode de régulation, centré sur les médiations institutionnelles, qui permet d'en rendre compte de manière non-fonctionnaliste. A l'issue de la Seconde Guerre mondiale, le poids de la dette publique atteint des niveaux encore supérieurs à ceux de 1918 relativement au PIB, mais il sera encore plus rapidement résorbé par une politique monétaire très fortement inflationniste, rendue possible par la suspension presque intégrale de l'endogénéité et le contrôle quasi-total de la création monétaire par l'Etat. Un nouveau compromis social émerge cette fois, fondé sur l'abandon définitif de la convertibilité et sur la mise sous

tutelle de la monnaie endogène par la puissance publique, qui n'en démantèle toutefois pas les institutions fondamentales. Cela passe par un rôle accru (quoique progressivement décroissant) de l'Etat dans la création monétaire, en tant qu'émetteur et que destinataire, *via* la Banque centrale et cette spécificité française que constitue le circuit du Trésor, mais aussi par une autre régulation typiquement française : un contrôle strict du crédit des banques commerciales aux agents privés. Cette tutelle publique sur la création monétaire, et plus largement sur l'économie, permet de réguler activement la monnaie endogène et de maintenir durablement une forte croissance de plein-emploi modérément inflationniste. L'équilibre des Trente Glorieuses ne doit donc rien à une hypothétique autorégulation de la monnaie de crédit.

La tutelle étatique se desserre cependant à mesure que le poids de l'Etat dans la création monétaire diminue face au secteur privé dont il a favorisé l'expansion. En outre, une telle régulation ne peut qu'accommoder provisoirement une contradiction intrinsèque à la mise en circulation de la monnaie par le prêt : l'accumulation d'un stock de dette qui érode provisoirement la solvabilité des agents. La forte inflation des années 1970, qui ne peut s'expliquer exclusivement par des facteurs monétaires mais aussi par les chocs pétroliers ou le conflit de répartition, réduit le poids réel des dettes, mais finit par échapper à la maîtrise des Banques centrales, qui se résolvent à augmenter drastiquement les taux d'intérêt : le poids de l'endettement cumulatif des entreprises se révèle alors difficilement soutenable, la profitabilité des investissements s'effondre et une dynamique wicksellienne de récession s'instaure, crise qui emportera le mode de régulation. La mise en avant de l'instabilité intrinsèque à la monnaie endogène a donc une forte portée heuristique pour rendre compte de la crise des années 1970 – et révèle en creux que la régulation publique de la monnaie endogène était bien un enjeu majeur du régime fordiste.

Le nouveau régime d'accumulation qui lui succèdera sera pourtant fondé sur le démantèlement de toutes les régulations publiques mises en place pendant les Trente Glorieuses pour pallier l'absence d'autorégulation de la monnaie endogène : comment expliquer, dès lors, la relative stabilité d'un tel régime sans retomber dans une approche fonctionnaliste ? C'est ce que nous tenterons d'expliquer au chapitre suivant.

Chapitre VI - La régulation de la monnaie endogène en régime néolibéral

Introduction. Le recul de la régulation publique du rapport monétaire et du rapport d'endettement

Un nouveau mode de régulation se met peu à peu en place. Outre le « choc Volcker » (la hausse brutale des taux d'intérêts destinée à briser l'inflation, on y reviendra), il consiste largement à démanteler la régulation active de l'économie, et en particulier de la monnaie et de la dette, par la puissance publique, pour lui préférer la régulation par le marché. Concernant la forme institutionnelle du rapport monétaire, le démantèlement des régulations publiques caractéristiques des Trente Glorieuses apparaît d'abord sur le plan international. En 1971, le président Nixon met fin au Système de Bretton Woods en suspendant la convertibilité-or du dollar (certes déjà largement fictive auparavant) : en 1973, le régime de changes fixes (mais ajustables) des monnaies par rapport au dollar vole en éclat. Au cours des décennies qui suivent, certaines monnaies conservent ou restaurent une parité fixe avec une ou plusieurs autres, comme le peso argentin entièrement aligné sur le dollar dans le cadre du *currency board*¹ de 1992 à la crise de 1998-2002, ou le yuan à parité quasi-fixe avec le dollar jusqu'en 2005 puis, encore aujourd'hui, avec un panier de monnaies. D'autres adoptent des parités encadrées par des couloirs de fluctuation autorisée, comme dans le Serpent Monétaire Européen de 1972 à 1978 puis le Système Monétaire Européen de 1979 à 1993 (menant à l'euro, monnaie unique équivalent à des changes fixes non ajustables). Mais le régime majoritaire à l'échelle mondiale est le flottement généralisé des monnaies, entériné par les accords de la Jamaïque en 1976.

¹ Le *currency board*, ou « caisse d'émission », est un mode d'émission monétaire très particulier : la monnaie nationale est entièrement convertible dans une monnaie-étalon auprès du système bancaire, et n'est émise qu'en contrepartie d'une augmentation des réserves de change dans cette monnaie. Il s'agit donc d'un régime de convertibilité à réserves entières et non fractionnaires, mais ces réserves ne sont pas en monnaie centrale ni en or, mais en une monnaie étrangère : il y a une perte totale de souveraineté monétaire, la Banque centrale n'ayant aucune capacité d'émission en l'absence d'entrée de devises-étalon dans ses coffres.

Cette rupture majeure est notamment issue de la pression exercée sur la valeur externe de la devise américaine par le marché des Eurodollars¹, c'est-à-dire des dollars placés par les banques américaines dans leurs filiales européennes pour échapper à la « réglementation Q » qui limitait leurs activités aux Etats-Unis². L'abandon aux forces privées du marché déréglementé de la fixation de la valeur externe des devises jusque-là régies par des accords politiques augure du recul de la souveraineté face à la finance mondialisée qui caractérisera le mode de régulation néolibéral. Financiarisation et mondialisation sont en effet deux piliers essentiels du régime d'accumulation en place depuis les années 1980³, et sont intimement liées depuis l'origine : historiquement, l'essor de la finance spéculative et des produits dérivés est passé en premier lieu par le marché des changes, où la violence du désir acquisitif individuel connaît un déchaînement sans précédent contre la confiance collective dans la valeur externe de la monnaie telle qu'elle est pourtant institutionnalisée par le pouvoir souverain. Autrement dit, l'époque se caractérise par le fait que la monnaie perd un peu de sa dimension institutionnelle et souveraine pour devenir davantage un actif spéculatif. L'attaque spéculative menée par George Soros contre la livre sterling en septembre 1992, et qui contraindra le Royaume-Uni à sortir du Système Monétaire Européen qui tentait de recréer des changes contrôlés à l'échelle du Vieux Continent, illustre tout à fait cela : la Banque d'Angleterre s'est inclinée devant les forces du marché.

Un nouveau mode de régulation cohérent n'émerge toutefois pas immédiatement : il faudra du temps, comme il en avait fallu après la crise de 1929. En dehors des changes flottants qui s'instaurent dans les années 1970, les nouvelles formes institutionnelles aptes à accommoder les contradictions nées du régime d'accumulation fordiste (à commencer par l'inflation) ne sont pas trouvées immédiatement. Des tentatives d'adaptation se font jour qui ne s'avèreront pas durables. Ainsi, face à la

¹ Dont l'apparition dans les années 1950 s'explique par le fait que l'URSS, en excédent commercial envers les Etats-Unis, a placé ses avoirs en dollar dans des banques européennes pour prévenir le risque d'une confiscation en cas de montée des tensions dans le cadre de la guerre froide. L'essor de ce marché dans les années 1960-70 consacra la domination de la place financière de Londres, peu réglementée.

² Datant de 1930, celle-ci plafonne le taux de rémunération des dépôts à terme par les banques.

³ La mondialisation est favorisée par l'ouverture progressive de la Chine depuis 1978, mais aussi, à partir des années 1990, par l'effondrement du bloc soviétique.

hausse des prix, la Banque de France s'essaye entre 1973 et 1987 à un nouveau type de politique qu'elle abandonnera par la suite : une forme radicalisée d'encadrement du crédit, ne reposant plus sur la limitation ponctuelle des encours bancaires en cas de crise inflationniste comme dans les années 1960, mais sur un contrôle permanent quoique moins restrictif¹. Cette politique ne sera pas au fondement d'un nouveau modèle pérenne² : dès le milieu des années 1980, elle est d'ailleurs dénoncée par un économiste comme Henri Sterdyniak (qui n'est pourtant pas adepte de la conception néolibérale de l'économie) pour sa lourdeur bureaucratique et son impuissance face aux innovations financières destinées à contourner les restrictions³. C'est la politique de taux qui deviendra pour la Banque centrale le principal instrument de régulation de la monnaie et de la dette dans le modèle néolibéral. La France semble toutefois entrer avec retard dans cette nouvelle ère, en comparaison de l'Angleterre thatchérienne et des Etats-Unis reaganiens, comme en témoigne le plan de relance du gouvernement Mauroy, l'augmentation du nombre de fonctionnaires ou la loi de nationalisation du 13 février 1982 qui met sous la tutelle de l'Etat un certain nombre d'industries (comme Thomson, Saint-Gobain-Pont-à-Mousson, Rhône-Poulenc, Pechiney-Ugine-Kuhlmann, Sacilor ou encore Usinor) mais aussi de banques (comme Paribas, Suez, le CIC, le Crédit du Nord, le Crédit commercial de France, la Banque Rothschild, la Banque Worms, la Banque La Hélin, etc.). La politique keynésienne du gouvernement Mauroy achoppera cependant

¹ « Au cours des années 1960, la limitation directe des encours bancaires (encadrement du crédit) est utilisée de manière conjoncturelle, temporaire, et très restrictive. Les dirigeants de la Banque de France précisent clairement que l'utilisation permanente d'une telle technique nuirait à son efficacité et risquerait de conduire à la création de « rentes de situation » et à la « sclérose » du système bancaire français [...]. De 1973 à 1987, l'encadrement du crédit fut au contraire utilisé de manière permanente et moins restrictive qu'auparavant, à l'encontre des préconisations des années précédentes. » Éric Monnet, thèse citée, p. 20.

² « Au tournant des années 1970, les caractéristiques de la politique de la Banque de France évoluèrent sensiblement (...) : la libéralisation financière croissante faisait perdre de l'efficacité aux instruments de contrôle quantitatif du crédit, les politiques d'intervention sectorielle de l'État étaient de plus en plus remises en cause, et la fin de Bretton Woods et la montée du chômage rendaient moins acceptables qu'auparavant les politiques restrictives anti-inflationnistes. Le système financier et la politique monétaire se réformèrent profondément jusqu'à présenter à la fin des années 1980 un visage radicalement différent. » Éric Monnet, « La politique monétaire française des Trente Glorieuses », art. cit.

³ Henri Sterdyniak et Christian Vasseur, « Encadrement du crédit et politique monétaire », *Observations et diagnostics économiques : revue de l'OFCE*, n° 11, 1985, p. 105 à 136.

dès 1983 sur la question de la monnaie, plus précisément du maintien de la France dans le Système Monétaire Européen.

Peu à peu, un nouveau mode de régulation s'impose en France comme ailleurs, marqué comme on l'a dit par un recul de l'Etat, notamment en ce qui concerne la nouvelle forme institutionnelle du rapport monétaire et du rapport d'endettement. On observe par exemple que le poids de la dette publique dans les contreparties de la masse monétaire diminue de moitié en un peu plus d'un demi-siècle (passant de 38 % en 1955¹ à 18 % en 2011²), alors même que l'encours de la dette publique, qui équivalait à la masse monétaire M1 vers 1955, en représente le double cinquante ans plus tard. La monnaie est donc de moins en moins créée pour l'Etat. Cette substitution du secteur privé au secteur public comme principal bénéficiaire de la création monétaire, déjà amorcé au cours des Trente Glorieuses comme nous l'avons vu, reflète le retrait progressif de l'Etat qui prend place sous différentes formes en régime néolibéral : privatisations (notamment des banques), fin de la planification, limitation des déficits budgétaires, démantèlement des barrières douanières, recul de la protection sociale...

En matière monétaire, outre la réduction du poids de la dette publique dans les sources de la création monétaire, on relèvera des changements structurels, comme la fin de l'encadrement du crédit (même si elle intervient avec retard), ou l'indépendance de la Banque centrale qui se verra interdire de financer le déficit budgétaire par des interventions sur le marché primaire. La part de la dette publique détenue par la Banque de France, qui oscillait entre 15 % et 30 % pendant les Trente Glorieuses malgré une décrue déjà à l'œuvre au cours de la période comme nous l'avons dit, est quasiment nulle à la veille de la crise de 2007 (même si les titres de dette souveraine sont toujours acceptés comme collatéraux par la Banque centrale pour ses prêts aux banques commerciales³) alors même que le ratio dette publique / PIB double (passant d'un tiers

¹ Ratio construit à partir de J. Raillon, « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », art. cit., p. 514-515.

² Dominique Plihon, « III. La monnaie dans l'économie », *La monnaie et ses mécanismes, op. cit.*, p. 41-52 (<https://www.cairn.info/la-monnaie-et-ses-mecanismes--9782707176394-page-41.htm>, Tableau 5. « M3 et ses contreparties. Bilan consolidé des IFM de la zone euro »).

³ Pour des montants considérables : selon la BCE, les titres publics représentaient en 2006 une somme de 4 500 milliards d'euros (soit 52 % du total des garanties négociables éligibles).

à deux tiers entre le milieu des années 1950 et le milieu des années 2000). L'accumulation de dettes publiques et privées en régime néolibéral a toutefois abouti à la crise des *subprimes* puis, en Europe, à celle des dettes souveraines, qui mèneront les Banques centrales à contourner largement l'interdiction de financer les Etats¹ – on y reviendra.

On observe également une baisse du poids de la Banque centrale dans la création monétaire, puisque le ratio base monétaire sur masse monétaire (M0 / M1) passe de plus de 50 % à moins de 25 % entre le milieu des années 1950 et le milieu des années 2000². Ce dernier point s'explique essentiellement par le fait que la part des pièces et des billets dans la masse monétaire chute au profit des dépôts : elle passe en effet de 51 % à 16 % entre 1950 et 2000, la part des dépôts à vue augmentant donc de 49 % à 84 % en un demi-siècle. L'évolution des réserves des banques commerciales à la Banque centrale (c'est-à-dire la partie scripturale de la monnaie centrale) est quant à elle négligeable depuis la fin des Trente Glorieuses. En effet, instaurées en 1967 (et se substituant au plancher d'effets publics et au coefficient de trésorerie), les réserves obligatoires sont fixées en octobre 1967 par la Banque de France à 4,5 % pour les dépôts à vue³, ce qui constitue un montant moins important que les billets en circulation, et ce taux ne variera pas dans des proportions importantes hors périodes de crise (les réserves des banques sont par exemple très élevées en 2019, mais ne l'étaient pas en 2006, avant la crise des *subprimes*). Le recul de la Banque centrale dans la création monétaire s'explique donc bien pour l'essentiel par la chute du poids des espèces : on observe ainsi que loin de se limiter aux politiques publiques mises en œuvre, un mode de régulation repose aussi sur un ensemble de normes sociales, notamment sur la contingence des techniques et habitudes culturelles de paiement, qui s'avèrent

¹ Financement *indirect* par la politique d'assouplissement quantitatif qui, menée depuis 2015 en réponse à la crise, a conduit au rachat de près de 20 % de la dette publique française par la BCE en quatre ans : les politiques non conventionnelles, mais néanmoins durables, renouent donc avec une création monétaire par la Banque centrale en contrepartie de la dette publique (fut-elle rachetée sur le marché secondaire).

² Ordres de grandeur construits à partir des données de la Banque de France – en particulier, pour les années 1950, de son annuaire historique <https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/histoire/annuaire-historique/situation-hebdomadaire-de-la-banque-de-france-1898-1974>.

³ Sylviane Guillaumont-Jeanneney, *Politique monétaire et croissance économique en France, 1950-1966*, Paris, Armand Collin, 1969, p. 41-42.

historiquement et géographiquement variées et contribuent à définir les équilibres d'ensemble d'un régime d'accumulation donné.

Quoi qu'il en soit, on observe jusqu'à la crise de 2007 un recul de l'Etat dans la création monétaire : du côté de l'offre de monnaie, la part attribuable à la Banque centrale diminue au profit de celle attribuable aux banques de second rang, tandis que, du côté de la demande de monnaie, la part du secteur public dans les contreparties de la masse monétaire décroît au profit du secteur privé. Largement créée par la puissance publique et pour la puissance publique durant les Trente Glorieuses, la monnaie est donc désormais produite essentiellement de manière décentralisée par les banques commerciales pour leurs clients privés, en fonction de l'offre et de la demande sur le marché du crédit : c'est en cela que l'on peut affirmer malgré l'abandon de l'étalon change-or que la monnaie est (redevendue) une *marchandise*, une *production* endogène du marché.

Le recul de l'Etat passe aussi par un vaste et profond mouvement de dérèglementation qui démantèle les dispositifs issus de la crise de 1929 ou de la guerre. Comme on l'a vu, l'avènement du régime de changes flottants marque une première libéralisation (celle du marché des changes), qui est rapidement suivie de la libéralisation financière, c'est-à-dire à la dérégulation mais aussi la dérèglementation. Les commissions fixes sur les valeurs mobilières aux États-Unis sont par exemple supprimées le 1^{er} mai 1975. La « Règlementation Q » de 1930 est abolie partiellement par le *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* en 1980, puis définitivement en 1986, sous la présidence de Ronald Reagan. Déjà contourné par les banques américaines qui créent des filiales en Europe pour investir le marché de l'Eurodollar, le *Glass-Steagall Act* de 1933, séparant les banques de dépôt des banques d'investissement, est abrogé en 1999 (sous la présidence de Bill Clinton), légalisant ainsi la fusion de Citicorp et Travelers Group dans Citigroup. La libéralisation financière se généralise dans les années 1990 sous l'action des organisations internationales comme le FMI dans les pays émergents d'Amérique latine (Argentine, Chili, etc.) ou encore les tigres asiatiques (Thaïlande, Indonésie, Malaisie, etc.) provoquant des crises financières (comme au Mexique en 1994, ou en Asie du Sud-Est en 1997). En France, la

dérèglementation est passée par la baisse des crédits à taux administrés à partir de 1985, la fin du contrôle des changes (qui datait d'août 1936) et l'instauration de la libre circulation des capitaux mais aussi des biens et services et des personnes par l'Acte Unique Européen en 1986, la privatisation des banques à partir de 1986, la levée de l'encadrement du crédit en 1987, la légalisation de la titrisation en 1987, la suppression du contrôle des opérations de change en 1989. L'activité financière et bancaire est désencastrée du contrôle politique et ouverte à la concurrence généralisée, aux vertus du marché supposé autorégulateur (c'est ce qu'on appelle la « marchésation »).

Un marché unique des capitaux (monnaie, obligations, actions) ouvert également aux agents non-financiers et aux acteurs étrangers, a progressivement été construit en France, en mettant fin à la segmentation du marché pour permettre aux agents d'arbitrer entre différents niveaux de risque et de rémunération, entre capitaux de court terme et de long terme, contrats au comptant ou à terme, etc. Les entreprises françaises, qui se finançaient massivement par emprunt bancaire, recourent désormais aux marchés financiers, transformation institutionnelle de l'intermédiation financière qui augmente la mise en concurrence des créanciers. La concurrence entre banques s'en trouve également accrue, d'autant plus fortement avec la suppression de l'encadrement du crédit, qui limitait le nombre maximal de crédits octroyés par chaque banque commerciale, donc sa capacité de création monétaire, par une enveloppe maximale de crédits, ce qui tendait à figer la distribution des parts des marché donc la concurrence interbancaire. Mais les banques ont-elles-mêmes connu un développement considérable avec le développement spectaculaire de la monnaie scripturale et du nombre de comptes en banques : c'est la bancarisation, encouragée par les pouvoirs publics. Ce développement des banques s'est fait non pas en opposition mais en synergie avec les marchés financiers, qu'elles alimentent en créances *via* la titrisation (la vente de titres à des OPCVM, des Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières), et à qui elles fournissent des liquidités en achetant des créances par monétisation (ce que ne peuvent pas faire les fonds d'investissement, financés

uniquement par collecte d'une épargne préalable)¹. Des banques universelles mêlent désormais les activités de dépôt et de crédit, d'investissement et de gestion d'actif, d'opérations de marché (*trading*, émission d'actions ou d'obligations, etc.), de conseil financier, etc., dans un marché oligopolistique dominé en France par quelques banques systémiques². Bancarisation et financiarisation ont contribué à l'essor spectaculaire du secteur dont le poids (en termes d'actifs rapportés au PIB) a plus que doublé dans la décennie qui précède la crise financière : selon l'ACPR, le bilan agrégé du système bancaire français est en effet passé de 175 % du PIB en 1998 à 406 % en 2008³.

La « mobiliérisation » (l'intermédiation financière entre épargnants et emprunteurs non par crédit bancaire mais par l'achat sur le marché de valeurs mobilières, de titres financiers) a conduit à un spectaculaire développement des marchés financiers dérégulés à l'échelle mondiale, nourris par l'innovations financières (les produits dérivés, notamment les blocs de créances restructurés comme les CDO, *Collateralized Debt Obligations*, ou les produits d'assurances diverses comme les CDS, *Credit Default Swap*), par la création de fonds spéculatifs privés ou souverains, de marchés financiers informatisés *off-shore* échappant à toute réglementation, régulation ou fiscalité (*shadow banking*, paradis fiscaux). Les marchés financiers concentrent un volume de capitaux sans commune mesure avec, par exemple, la part du secteur financier dans l'emploi. La finance détourne donc une part considérable de la masse monétaire des marchés d'utilité vers les marchés de liquidité, au détriment de l'investissement réel dans la sphère productive, pour l'utiliser en grande partie dans des jeux spéculatifs :

« En l'espace de quarante ans, entre 1975 et 2015, les transactions boursières dans le monde sont passées de 300 Md\$ à 115 000 Md\$. En pourcentage du

¹ Le développement des banques s'est également fait en synergie avec d'autres institutions financières majeures : les assurances (on parle même de « bancassurance »).

² En 2017, le secteur bancaire français compte 443 établissements de crédit, mais est dominé par six groupes systémiques à l'échelle domestique et, pour les trois premiers, à l'échelle mondiale (BNP Paribas, Société générale, Crédit agricole, BPCE, Crédit mutuel et Banque postale) dont les bilans concentrent 83 % des actifs bancaires. ACPR, *Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2017*, 2018, p. 4.

³ ACPR, Données du marché français de la banque 2018 (<https://acpr.banque-france.fr/les-chiffres-du-marche-francais-de-la-banque-et-de-l-assurance-2018>, publié le 12/11/2019), Fig. I2, Total de bilan agrégé du secteur bancaire français, en milliards d'euros et en pourcentage du PIB, sur la période 1997-2018.

revenu mondial, la progression est tout aussi spectaculaire : de 5 % du PIB en 1975 à près de 150 % aujourd'hui, pour un horizon moyen de placement qui a été divisé par huit en passant de quatre ans à six mois, quand une majorité des achats-ventes se font en quelques millisecondes... »¹

Cet assèchement des liquidités circulant dans la sphère réelle explique en partie que les agents non financiers aient dû davantage recourir à l'endettement, comme on le verra.

Le spectaculaire essor des marchés financiers révèle le déchaînement des puissances privées et consacre le recul de la puissance publique. Mais si la création monétaire endogène n'est soumise à aucun mécanisme autorégulateur comme nous avons tenté de le montrer au Chapitre IV, et que les régulations publiques qui assuraient l'équilibre macroéconomique durant les Trente Glorieuses ont été démantelées, comment expliquer la relative stabilité de ce qu'il faut bien qualifier de régime néolibéral (et non de simple crise sans fin du régime fordiste, même s'il était courant dans les médias, du moins jusqu'à la crise des *subprimes*, de considérer la France comme en crise perpétuelle depuis la fin des années 1970) ? Un nouvel équilibre s'est bel et bien fait jour, dont il nous faut rendre compte. Il passe bien sûr par toutes les médiations institutionnelles que nous avons évoquées (changes flottants, dérèglementation financière, privatisations des banques, recul et indépendance de la Banque centrale, etc.), mais plus précisément, qu'est-ce qui a amené le niveau d'endettement (qui est, comme on l'a dit, fonctionnalisé en régime de monnaie endogène) à permettre que la création monétaire (encastrée dans le rapport d'endettement) ne soit ni très excessive et ni dramatiquement insuffisante, de sorte que l'économie échappe tant au risque d'une trop forte inflation qu'à celui de la déflation et de la récession (du moins jusqu'à la crise des *subprimes*).

Notons d'emblée que ce supposé équilibre macroéconomique peut être relativisé par deux constats : d'une part, s'il existe une certaine stabilité du modèle économique, cet équilibre ne peut plus être caractérisé comme une forte croissance de plein-emploi modérément inflationniste, puisque la croissance s'avère bien plus faible

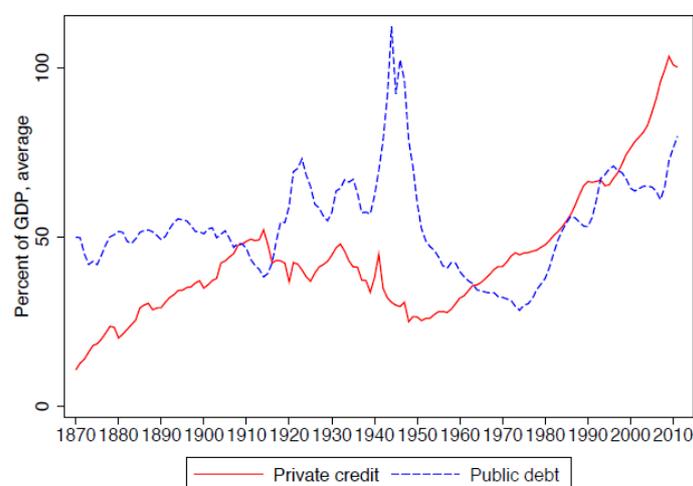
¹ Gunther Capelle-Blancard, « À quoi servent les (centaines de milliers de milliards de) transactions boursières ? », *Revue d'économie financière*, n° 3, 2017, p. 37 à 58, p. 38.

en régime néolibéral qu'en régime fordiste, avec la résurgence dans certains pays comme la France d'un chômage de masse ; d'autre part, cette stabilité est toute relative, le régime étant secoué par un certain nombre de petites crises, qui révèlent la résurgence de l'instabilité financière et de phénomènes de bulles sur le prix des actifs remettant en cause l'idée d'une stabilité des prix (même si en ce qui concerne les marchés d'utilité, l'inflation est plus faible qu'au cours des années 1950 et 1960, sans parler bien sûr des années 1970). Néanmoins, l'économie échappe aux flambées inflationnistes qui ont emporté le modèle fordiste, sans tomber dans la dépression, ni même dans la récession. Comment l'expliquer ? La régulation des nouvelles formes institutionnelles de la monnaie et de la dette nous semble passer essentiellement par les mécanismes suivants : d'une part, une perte de revenu ou une stagnation des revenus d'un certain nombre d'agents non financiers qui les pousse à recourir toujours davantage à l'endettement, et, d'autre part, une politique de baisse continue des taux d'intérêt qui rend soutenable cet endettement croissant, de multiples facteurs structurels pesant par ailleurs sur les prix et évitant l'inflation.

I/ L'essor de l'endettement

Le régime néolibéral a reposé sur une dette croissante, tant publique que privée, comme le montre ce graphique¹ regroupant les données de dix-sept pays développés :

Figure 1. Private credit and public debt in advanced economies since 1870



¹ Òscar Jordà, Moritz Schularick et Alan M Taylor, « Sovereigns versus Banks: Crises, Causes and Consequences », CEPR Discussion Paper 9678, 2013. La dette du secteur financier n'est pas incluse.

Rapportée au PIB, la dette publique atteint, dans ce groupe de pays développés¹, des niveaux inconnus sur plus d'un siècle en dehors des périodes de guerre et de la Grande Dépression. La période allant de la Première à la Seconde Guerre mondiale marque en effet une explosion de l'endettement public jusque-là assez stable, et une chute de l'endettement privé qui semble ensuite renouer avec la croissance régulière qui était la sienne avant 1914 (et qui avait brièvement repris la même tendance haussière dans les années 1920, avant d'être brisée par la crise de 1929 et la guerre). Après un palier dans les années 1970, l'encours de crédit privé rapporté au PIB reprend sa hausse à un rythme rapide en régime néolibéral (avec toutefois un nouveau palier à la fin des années 1980, sans doute dû au krach boursier d'octobre 1987), mais, fait inédit, cela s'accompagne d'une hausse de l'endettement public, qui, malgré des fluctuations, passe un palier supplémentaire (plus de 60 % du PIB dans les années 1990-2000), avant d'en franchir un second après la crise des *subprimes* (la dette publique française passant par exemple de 20 % du PIB en 1980 à 64,5% en 2007, puis 91 % en 2011, soit une multiplication du ratio par 4,5 en trente ans). Par quels mécanismes institutionnels les agents non financiers en viennent à s'endetter ainsi ?

1) *La fabrique de la dette publique*

Commençons par la dette du secteur public : son essor peut sembler paradoxal dans un mode de régulation marqué par le recul de l'Etat. Il s'explique toutefois par une baisse de la fiscalité que ne compense pas le recul de la dépense publique. Ainsi, aux Etats-Unis, l'administration de Ronald Reagan (élu en 1980) met en œuvre une réduction d'impôts qui amorce la dynamique d'endettement public : il n'est pas nécessaire d'y voir une stratégie délibérée pour endetter l'Etat et le placer ainsi sous la tutelle des marchés financiers (thèse complotiste qui rencontre un certain succès sur Internet), le but affiché étant plutôt de contraindre l'Etat à réduire la dépense publique en le privant des recettes fiscales qui jusque-là la finançaient (selon le célèbre slogan « *starving the*

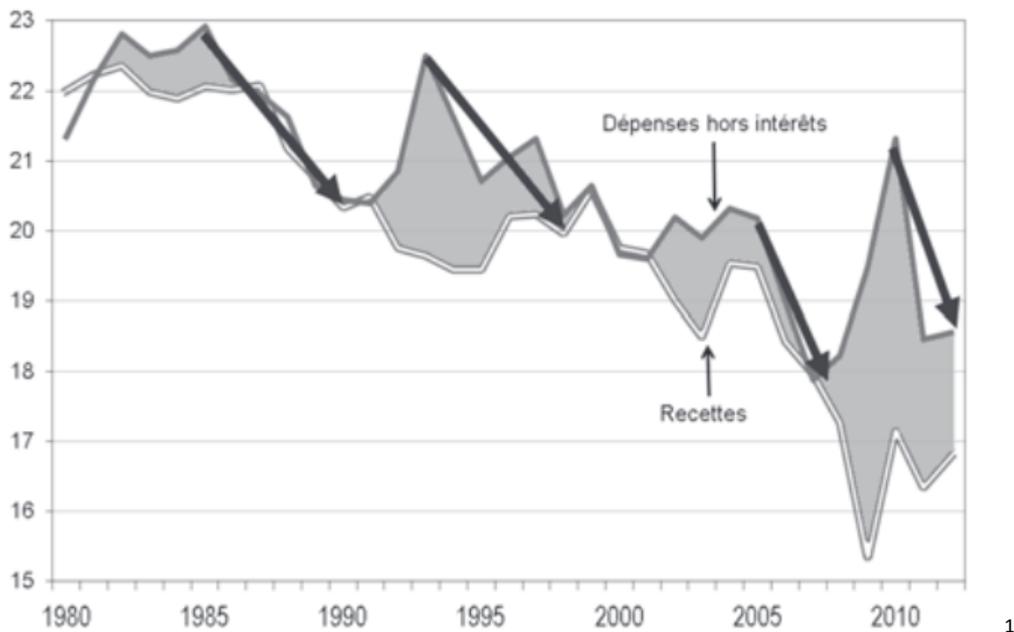
¹ Allemagne, Australie, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

beast »¹), le recours à l'emprunt dans de telles proportions n'ayant pas nécessairement été prévu – quoi qu'il était prévisible, puisque l'administration Reagan augmente aussi certaines dépenses publiques comme les dépenses d'armement dans le cadre du projet IDS qui relance la guerre froide. Néanmoins, l'essor de l'endettement public est bien le fruit d'une *décision politique*, et non le résultat spontané d'une autorégulation du marché et de la monnaie endogène. Le compromis social fordiste a volé en éclat, l'intervention de l'Etat est désormais décriée – le terrain ayant été préparé sur le plan idéologique par de nouvelles approches comme la théorie du *Public Choice* depuis près de deux décennies². La France connaît également une baisse continue des recettes de l'Etat notamment en période de récession, où la chute des entrées fiscales se couple à une augmentation des dépenses publiques (en particulier des dépenses sociales nourries par un fort taux de chômage), ce qui creuse le déficit et justifie ensuite des baisses de dépenses publiques pour assainir les finances publiques, comme l'illustre le graphique suivant :

¹ « Affamer la bête ». La première mention de l'expression serait attribuée à un officiel anonyme de la Maison Blanche cité par le journaliste Paul Blustein dans le *Wall Street Journal* en 1985, d'autres hauts fonctionnaires ou hommes politiques l'employant également par la suite (Bruce Bartlett, « "Starve the Beast": Origins and Development of a Budgetary Metaphor », *The Independent Review*, vol. 12, n° 1, été 2007, p. 5 à 26, p. 6). La théorie sous-jacente est défendue par Reagan durant sa campagne en 1980 : « John [Anderson, candidat indépendant] tells us that first we've got to reduce spending before we can reduce taxes. Well, if you've got a kid that's extravagant, you can lecture him all you want to about his extravagance. Or you can cut his allowance and achieve the same end much quicker. » (cité par Sebastian Mallaby, *Don't Feed the Beast: Bush Should End This Tax-cut Myth* », *The Washington Post*, 8 mai 2006, révisé le 9 décembre 2010, <https://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2006/05/07/AR2006050700924.html>, consulté le 30/07/2020). Elle est déjà formulée depuis la fin des années 1970, notamment par Alan Greenspan. Avant de rejoindre la campagne de Ronald Reagan en 1979, ce dernier (qui n'est pas encore gouverneur de la Fed, mais a participé à la campagne du Président Nixon, puis a dirigé le *Council of Economic Advisers* du Président Gerald Ford de 1974 à 1977) affirma lors d'un témoignage à la Commission des Finances du Sénat américain le 14 juillet 1978 : « Let us remember that the basic purpose of any tax cut program in today's environment is to reduce the momentum of expenditure growth by restraining the amount of revenue available and trust that there is a political limit to deficit spending. » (Bruce Bartlett, « Tax Cuts And "Starving The Beast" », *Forbes*, 7 mai 2010, <https://www.forbes.com/2010/05/06/tax-cuts-republicans-starve-the-beast-columnists-bruce-bartlett.html#40688aa2759d>, consulté le 30/07/2020).

² Qui conçoit les électeurs comme des agents rationnels égoïstes maximisant leurs revenus à travers leur vote, tandis que les partis politiques maximisent leur nombre d'électeurs : les hommes politiques sont eux aussi des *homo œconomicus*, arbitrant entre baisse du chômage par des politiques budgétaires populaires mais coûteuses avant les élections, et baisse de l'inflation par des mesures impopulaires après les élections, entraînant des cycles économiques néfastes. James M. Buchanan et Gordon Tullock, *The Calculus of Consent*, Ann Arbor, University of Michigan Press, 1962, et William D. Nordhaus, « The political Business Cycle », *The Review of economic studies*, 1975, vol. 42, n° 2, p. 169 à 190.

Dépenses et recettes de l'Etat en % du PIB 1980-2012



Le meilleur symbole de la contrainte sur les dépenses qu'exerce le recours accru à la dette est sans doute l'hôpital public : comme nous l'avons vu, celui-ci a été financé par subvention dans le régime fordiste, tandis que le mode de régulation néolibéral fera peser sur lui le poids, pour ne pas dire la servitude, du rapport d'endettement. La dette des établissements publics de santé a ainsi connu un triplement en dix ans, pour atteindre 30 Md € en 2012, les investissements des plans « Hôpital 2007 » et « Hôpital 2012 » ayant été financés essentiellement par emprunt – à taux variables, donc risqués, pour 9 % de l'encours total en 2014². Il en découle logiquement une pression financière inédite sur l'hôpital public (100 000 lits d'hôpitaux fermés en vingt ans de 1997 à 2017,

¹ Michel Husson, avec Pascal Franchet, Robert Joumard, Evelyne Ngo, Patrick Saurin et Henri Sterdyniak, *Que faire de la dette ? Un audit de la dette publique de la France*, rapport du Collectif pour un Audit citoyen de la dette publique, 2014, p. 6 : « La stratégie néolibérale de réduction des dépenses de l'Etat fonctionne de la manière suivante : une récession provoque une augmentation temporaire du ratio dépenses / PIB ; les recettes chutant du fait de la récession, on laisse se gonfler le déficit. Dans un second temps, on justifie le freinage des dépenses par la nécessité de les ajuster aux recettes. Seule la période 2000-2005 fait exception à ce schéma : il n'y a pas eu de récession mais une chute entièrement planifiée des recettes. La tendance permanente au déséquilibre budgétaire est donc engendrée par les choix de politique fiscale qui à leur tour viennent ensuite légitimer le recul ultérieur des dépenses publiques. »

² Cour des Comptes, Communication à la commission des affaires sociales et à la mission d'évaluation et de contrôle des lois de financement de la sécurité sociale de l'Assemblée nationale, *La dette des établissements publics de santé*, avril 2014.

soit un cinquième des capacités¹, malgré l'augmentation et le vieillissement de la population) avec les conséquences sociales et sanitaires que l'on sait, en particulier en période de crise épidémique.

Outre le creusement des déficits publics par l'érosion des recettes fiscales, il est un autre moteur de l'endettement public : l'accumulation des intérêts d'une dette mise en marché plutôt que financée par la Banque centrale à taux nul (ou avec des intérêts reversés à l'Etat actionnaire). Là encore, on mesure le poids des facteurs idéologiques et politiques dans la mise en place d'un nouveau mode de régulation. L'indépendance des Banques centrales par rapport aux gouvernements, c'est-à-dire à la fois leur interdiction de monétiser les déficits publics et leur absence de politiques monétaires conjoncturelles en faveur de la croissance ou de l'emploi, procède en effet d'une même conception prônant le retrait de l'Etat. Conformément aux préconisations monétaristes de Milton Friedman, qui considère la courbe de Philips comme verticale à long terme² et les politiques de croissance et d'emploi comme vaines, la Banque centrale ne devrait pas agir de manière discrétionnaire mais toujours selon des règles préétablies et connues de tous (« *rules rather than discretion* »³) afin de garantir la stabilité des prix. L'indépendance de la Banque centrale évite en outre la tentation pour les gouvernements de monétiser les déficits publics, ce qui serait inflationniste d'après les économistes monétaristes. Comme dans la théorie du *Public Choice*, on trouve là une dénonciation du « biais démocratique » : l'exercice discrétionnaire de la souveraineté pour mener des politiques conjoncturelles serait un danger qu'il convient d'endiguer par des règles constitutionnelles intangibles sur les déficits publics, le niveau d'endettement ou la création monétaire.

¹ Les capacités s'élèvent à 498 929 lits en 1997 (DREES, « L'activité des hôpitaux en 1997 et 1998 », *Etudes et résultats*, n° 24, juillet 1999, Tableau 2, p. 3, <https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/er024.pdf>, consulté le 15/04/2020) contre 399 865 en 2017 (DRESS, *Les établissements de santé*, 2019, Tableau 1, p. 19, <https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/es2019.pdf>, consulté le 15/04/2020).

² La courbe de Philips prévoit la possibilité d'un arbitrage inflation / chômage. Les monétaristes estiment qu'une économie libéralisée est toujours au plein emploi des ressources productives : le chômage résiduel est volontaire, il correspond à un « taux de chômage naturel » qui ne peut être réduit que par des réformes structurelles, de sorte que l'économie y revient toujours à long terme, une politique monétaire expansionniste ne créant donc qu'une hausse du niveau des prix sans hausse durable de l'emploi.

³ Milton Friedman, *A program for monetary stability*, *op. cit.*

Dans le cas de la France, la volonté délibérée des hauts fonctionnaires et des responsables politiques d'imposer à l'Etat la discipline du marché des fonds prêtables est tout à fait manifeste, comme l'a montré l'enquête sociologique menée par Benjamin Lemoine : l'Etat est désormais perçu comme un agent économique parmi d'autres, contraint de se financer aux conditions du marché. « Comme l'affirme dans les années 1980 avec fierté le directeur du Trésor, Daniel Lebègue : " Nous sommes dorénavant en complète égalité avec les autres émetteurs sur les marchés de l'argent, nous devons donc être compétitifs. " »¹ En effet, si jusqu'au début des années 1980, la dette négociable émise sur les marchés financiers internationaux ne représentait que 20 % du financement de l'Etat, le choix a été fait d'en faire désormais la norme. Nombre d'acteurs non-universitaires largement relayés par Internet, mais aussi par des journalistes et responsables politiques (*ibid.*, p. 33 à 40), incriminent l'article 25 de la loi de 1973² (adoptée sous la présidence de George Pompidou quand Valéry-Giscard d'Estaing est Ministre des Finances) qui interdit à la Banque de France de monétiser les déficits publics en escomptant les bons du Trésor, mais celui-ci, qui résulte d'un simple amendement parlementaire (proposé en seconde lecture au Sénat par la Commission des finances le 14 décembre 1972³) ne fait que réitérer une interdiction déjà effective depuis la loi du 24 juillet 1936 (article 13⁴) et « ajouter un verrou juridique sur une pratique [...] dont l'interdiction allait déjà de soi » comme l'a montré Benjamin Lemoine par un travail d'archive (*ibid.*, p. 40). En outre, il n'interdit pas tout financement de l'Etat par la Banque de France puisqu'il existe d'autres formes institutionnelles que l'escompte : les « concours directs », prêts et avances « généralement gratuits mais toujours plafonnés », qui ne sont interdits qu'avec le Traité de Maastricht de 1992 (plus précisément par l'article 104, paragraphe 1, du Traité instituant la Communauté

¹ Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette*, *op. cit.*, p. 29.

² Loi n°73-7 du 3 janvier 1973 sur la Banque de France, dont l'article 25 prévoit que « le Trésor public ne peut être présentateur de ses propres effets à l'escompte de la Banque de France » (cf. http://www.legifrance.gouv.fr/jopdf/common/jo_pdf.jsp?numJO=0&dateJO=19730104&pageDebut=00165&pageFin=&pageCourante=00165).

³ http://www.senat.fr/comptes-rendus-seances/5eme/pdf/1972/12/s19721214_3087_3126.pdf.

⁴ http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/statuts-lois_08.pdf.

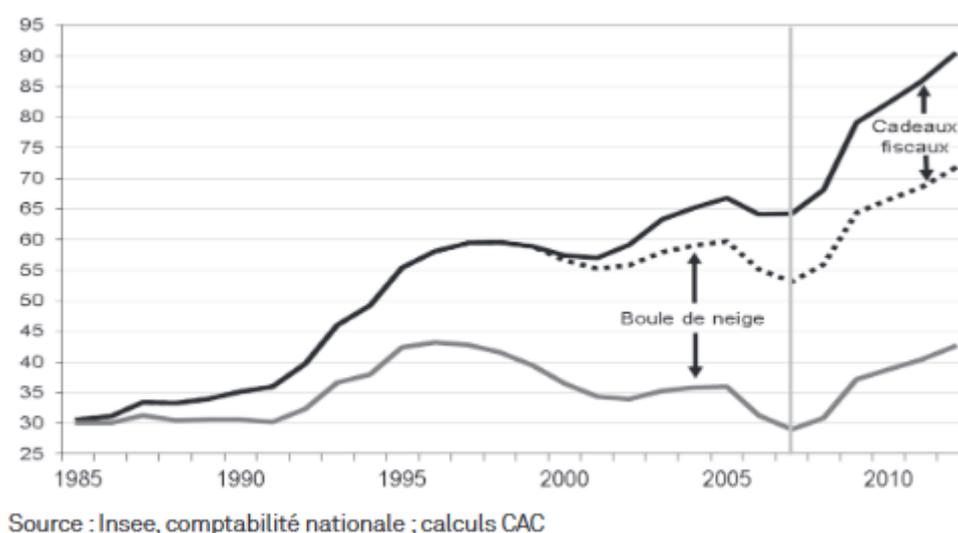
européenne¹) et la loi du 4 août 1993 qui en résulte (même si une interprétation souple permettra à la Banque centrale de racheter des milliards de titres de dette souveraine *sur le marché secondaire* dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif des années 2010). Mais bien avant cela, c'est le démantèlement du circuit du Trésor (lequel permettait à l'Etat français de disposer gratuitement de liquidités abondantes, comme on l'a vu) qui avait déjà contraint la puissance publique à se financer aux conditions du marché.

Comme nous l'avons dit, le mode de régulation néolibéral repose essentiellement sur le démantèlement des formes de régulation publique de l'économie, en particulier en matière monétaire et financières (libéralisation des changes, dérèglementation du secteur bancaire et financier, etc.) : on observe ici que cela se traduit également par le démantèlement du circuit du Trésor, l'indépendance de la Banque centrale et l'interdiction de dépasser certains seuils de dette ou de déficits publics. Tout cela s'appuie sur un consensus idéologique nouveau, qu'illustre par exemple le fait que 84 % des députés français ont voté en faveur du pacte de budgetaire européen le 9 octobre 2012, lors de la ratification du Traité pour la Stabilité, la coordination et la Gouvernance (TSCG) au sein de l'Union économique et monétaire, ainsi que le rappelle André Orléan. Plus largement, les pratiques des partis de droite comme de gauche en matière de finances publiques s'inscrivent dans une même logique austéritaire : « cet accord transpartisan qui fonde l'adhésion de la France au néolibéralisme n'est pas sans rappeler celui de même nature qui a présidé à la création de l'Etat social-keynésien au sortir de la Seconde Guerre mondiale. »² On note aussi l'importance des médiations institutionnelles européennes dans la construction de l'ordre néolibéral et de la mise sous tutelle de l'Etat par les marchés financiers.

¹ « Il est interdit à la BCE et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées "banques centrales nationales", d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. » <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12002E101:FR:HTML>.

² André Orléan, « La fabrique d'une contrainte », préface à Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette*, *op. cit.*, p. 5 à 10, p. 8.

Quelles qu'aient été les intentions de ceux qui ont décidé la mise en marché de la dette publique, le recul historique permet de conclure que loin de réduire l'endettement public, cette pratique l'a au contraire considérablement augmenté au point d'affaiblir la puissance publique. Ajoutées aux baisses des recettes fiscales, les intérêts cumulatifs exigés par les marchés financiers, et que l'Etat n'avait pas à payer lorsqu'il se finançait directement par le circuit du Trésor ou la Banque centrale, constituent un facteur décisif du niveau d'endettement public qui s'est constitué au fil du régime néolibéral, comme le montre le graphique suivant¹ :



Il ne s'agit pas ici pour nous de discuter les hypothèses qui sous-tendent ces calculs², ni la notion normative de dette « illégitime » (*op. cit.*, p. 21 et suivantes), mais, sans sortir de l'analyse positive, d'identifier les grands mécanismes de constitution de la dette publique, dont nous avons vu qu'elle atteint en régime néolibéral un niveau sans précédent (hors période de guerre ou de dépression) relativement au PIB. Les baisses d'impôts et les intérêts cumulatifs (dus au financement de l'Etat aux conditions des marchés financiers internationaux) apparaissent comme les deux principaux facteurs, issus tous deux d'une nouvelle cohérence idéologique ainsi qu'on l'a vu. Mais la dette

¹ Michel Husson, avec Pascal Franchet, Robert Joumard, Evelyne Ngo, Patrick Saurin et Henri Sterdyniak, *Que faire de la dette ? Un audit de la dette publique de la France*, rapport cité, p. 4.

² L'« effet boule de neige » est par exemple calculé par comparaison à un taux de 2 % auquel les auteurs estiment que l'Etat aurait pu se financer directement auprès des ménages ou des banques, mais il aurait pu l'être par comparaison à un taux nul en imaginant un financement direct par la Banque centrale.

publique n'est pas la seule à connaître un essor considérable sous le régime néolibéral : comme l'illustre le graphique de la page 260, c'est aussi le cas de la dette privée.

2) *La fabrique de la dette privée*

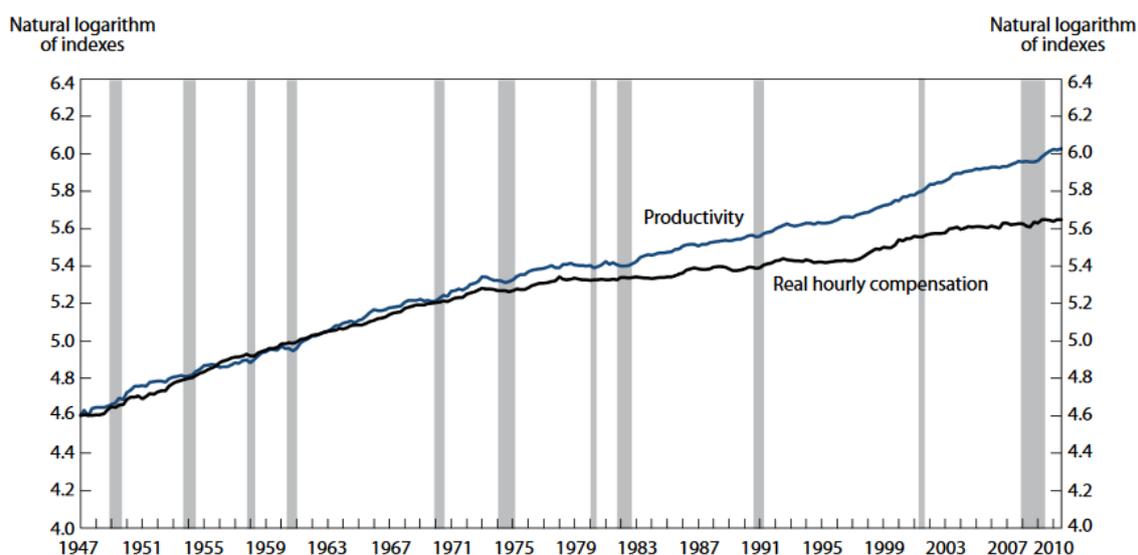
Quelles médiations institutionnelles expliquent l'accumulation de dette privée en régime néolibéral ? Sans s'étendre sur le cas des entreprises, on peut évoquer l'importance, au sein du régime financier d'accumulation qui prévaut depuis les années 1980, du recours à l'emprunt bancaire ou obligataire pour réaliser un effet de levier au profit des actionnaires : la rentabilité économique étant supérieure aux frais financiers exigés par les banques ou le marché, cela permet aux actionnaires de dégager un très fort rendement des maigres capitaux propres investis. L'effet de levier peut aussi financer des opérations de rachat boursier ou LBO (*leveraged buyout*) : des fonds d'investissement rachètent des entreprises par emprunt qu'ils remboursent ensuite par la rentabilité dégagée par l'entreprise (détournant ainsi une part des flux monétaires circulant dans la sphère productive en direction de la sphère financière). L'emprunt étant remboursé rapidement, le fonds d'investissement revend l'entreprise quelques années plus tard en empochant la totalité de sa valeur de marché alors qu'il n'a apporté qu'une fraction du capital nécessaire à son achat. Rembourser l'emprunt en quelques années nécessite bien sûr une très grande rentabilité économique des entreprises : les actionnaires exigent donc des ROE (*Return On Equity*) de 15 % – ce qui contribue là aussi à alimenter la captation financière de la monnaie en direction des fonds d'investissement. En France, la part des dividendes dans la valeur ajoutée des sociétés non financières est ainsi passée de 3 % en 1981 à 7 % en 2000¹.

Qu'en est-il des ménages ? Tout comme l'Etat, ces derniers ont vu leurs ressources contraintes dans le nouveau mode de régulation, et se sont de plus en plus tournés vers l'endettement pour compenser ce manque à gagner. Le régime d'accumulation néolibéral se caractérise en effet par une modification de la répartition de la valeur ajoutée en faveur des apporteurs de capitaux et au détriment du salariat,

¹ Joël Bourdin, *L'Economie française et les finances publiques à l'horizon 2013 : les défis d'une nouvelle croissance économique*, Rapport d'information de la Délégation du Sénat pour la Planification, publié en Annexe au procès-verbal de la séance du 12 novembre 2008 du Sénat, synthèse du rapport, p. 3.

dont la rémunération a stagné au cours des dernières décennies malgré les gains de productivité, contrairement à ce que prévoyait la théorie néoclassique (selon laquelle chaque facteur de production est rémunéré à sa productivité marginale). Ainsi, aux Etats-Unis, les gains de productivité ayant été captés par le capital et les salariés les mieux rémunérés, le salaire réel moyen n'a pu suivre leur progression (cf. graphique¹).

1. Productivity and real hourly compensation, nonfarm business sector, first quarter 1947–third quarter 2010



NOTE: The shaded bars denote National Bureau of Economic Research (NBER)-designated recessions.

Cela s'explique par de multiples raisons tenant aux nouvelles formes institutionnelles des divers rapports sociaux fondamentaux du capitalisme : forme du rapport salarial (baisse du taux de syndicalisation, recul des négociations collectives et de la protection sociale, flexibilisation du marché du travail, pression du chômage, etc.) mais aussi forme d'insertion de l'économie dans les échanges internationaux (libre-échange, concurrence chinoise...), forme de la finance (financiarisation de l'actionariat, etc.), forme de la concurrence sur le marché des biens et services (qui se trouve accrue par la fin de la forme oligopolistique avec la démantèlement par les investisseurs

¹ Susan Fleck, John Glaser et Shawn Sprague, « The compensation-productivity gap: a visual essay », *Monthly Labor Review* (revue du *Bureau of Labor Statistics*, Département du Travail des États-Unis), janvier 2011, p. 57 à 69, p. 59.

financiers des conglomérats à fort pouvoir de marché) et forme d'intervention de l'Etat (privatisations, fin de la planification, etc.).

Cette nouvelle cohérence d'ensemble qui caractérise le mode de régulation néolibéral se traduit par une désindexation des salaires par rapport aux gains de productivité, comme l'illustre bien le graphique ci-dessus. 95% des Américains ont dès lors vu leurs revenus réels commencer à stagner :

« Pour la majorité, la hausse des revenus réels, autrefois observée pour l'ensemble des catégories de revenus, est quasi interrompue. Il faut aller vers le milieu du décile supérieur pour trouver une hausse des revenus réels dans les cinq dernières années [avant 2007] (+ 0,2 % l'an au niveau du 95^e centile, mais des baisses de respectivement 0,15 %, pour le 90^e, de 0,5 % pour le revenu médian et de 1,1 % pour le 20^e centile) »¹.

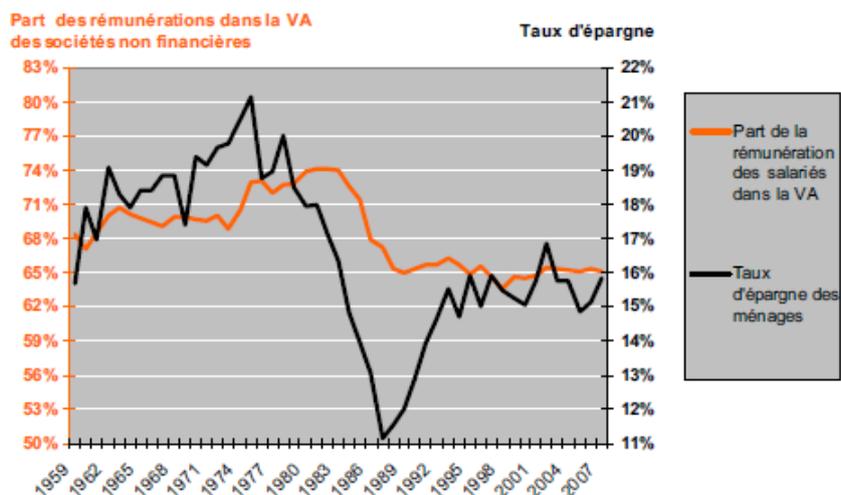
Aux Etats-Unis, la part totale des salaires dans la valeur ajoutée a pourtant peu évolué², car si le partage de la valeur ajoutée entre travail et capital est bien au cœur de l'essor de l'endettement, il s'agit aussi d'un problème de la répartition entre deux catégories de salariés : les plus hauts revenus qui ont bénéficié d'une très forte hausse (conformément à la théorie de l'agence selon laquelle la rémunération des cadres doit être alignée sur les gains des actionnaires pour faire converger leurs intérêts), et les autres qui ont stagné. En France en revanche, la part des salaires dans la valeur ajoutée a fortement diminué après la hausse des années 1970 et du début des années 1980 (s'accompagnant d'une baisse du taux d'épargne des ménages), avant de se stabiliser autour d'un taux historiquement bas (65 %) depuis le début des années 1990 (pour un taux d'épargne, situé entre 15 et 16 %, inférieur à celui des Trente Glorieuses) comme le montre le graphique suivant³ :

¹ BNP Paribas, *Etudes économiques, Conjoncture*, mars 2007, [http://economicresearch.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/ConjonctureByDateFR/38E8C591F8EAE420C12572A3004357F9/\\$File/C0703_F1.pdf?OpenElement](http://economicresearch.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/ConjonctureByDateFR/38E8C591F8EAE420C12572A3004357F9/$File/C0703_F1.pdf?OpenElement).

² « Historiquement, le partage de la valeur ajoutée aux Etats-Unis oscillant autour d'une ligne horizontale, on ne peut mettre en évidence une dérive tendancielle au détriment de la part des salaires. Celle-ci, de 64 % au milieu des années 1990, a atteint 66,2 % en 2001, avant de revenir à 65 % [en 2006]. » (*ibid.*).

³ Joël Bourdin, rapport sénatorial cité (2008), p. 44.

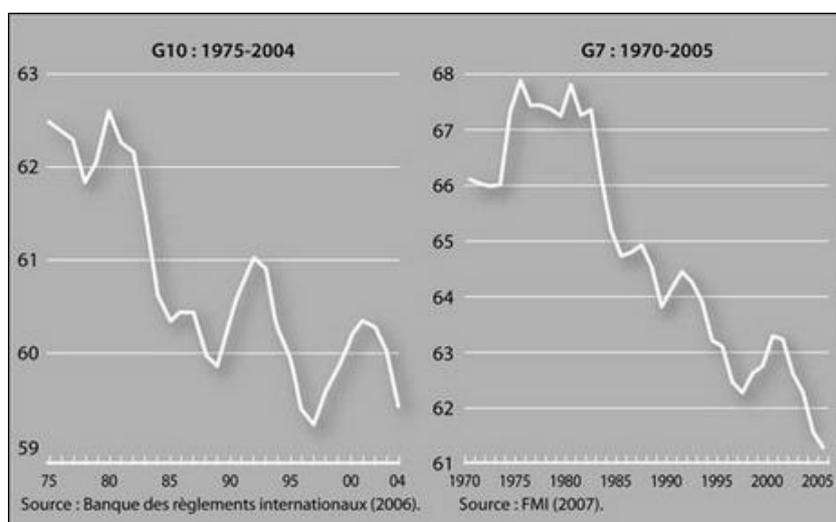
Partage de la valeur ajoutée et épargne des ménages (France)



Source : Sénat, d'après données INSEE

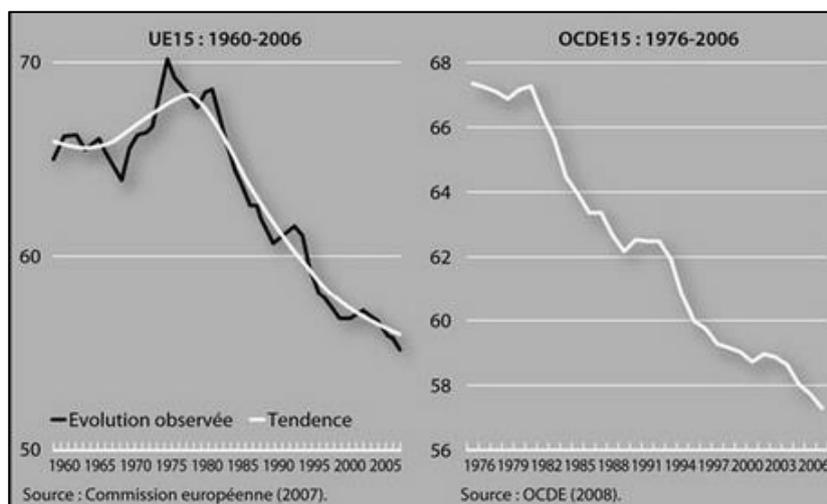
En réalité, on retrouve la même baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée dans la majorité des autres pays les plus riches, comme le montrent les graphiques suivants¹ :

Part des salaires dans la valeur ajoutée



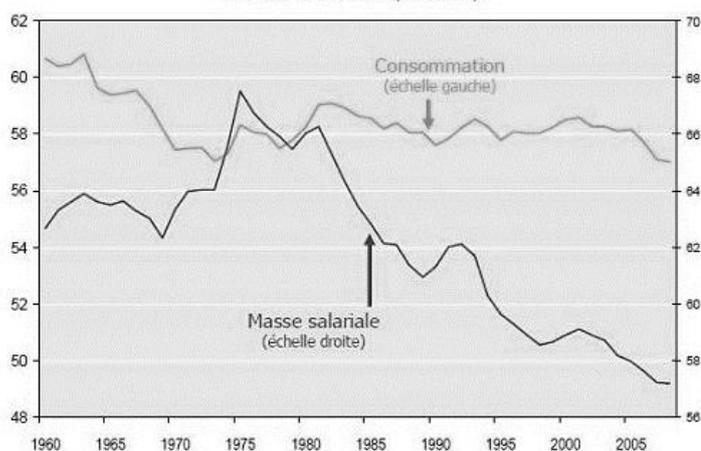
¹ Michel Husson, « Le partage de la valeur ajoutée en Europe », *La Revue de l'Ires*, vol. 1, n° 64, 2010, p. 47 à 91.

Part des salaires dans la valeur ajoutée



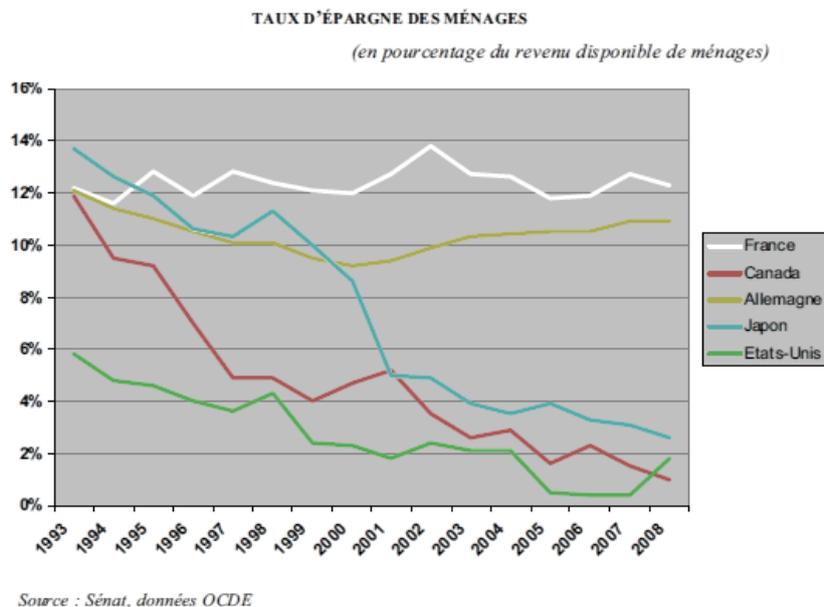
Le régime néolibéral se caractérise donc par une baisse mondialisée de la part des salaires (hormis les plus hauts salaires) dans la valeur ajoutée. Cependant, les séries statistiques révèlent une hystérèse du niveau de la consommation (qui a peu diminué depuis le début des années 1980, comme le montre le graphique suivant sur le cas de l'Union européenne à 15 sur la période 1960-2008¹) et de l'investissement des ménages, malgré la stagnation des salaires :

Consommation et masse salariale en % du PIB (UE15)



¹ Source : Commission européenne, base de données Ameco, cf. Michel Husson, « Les salaires et la crise en Europe », *Colloque Econosphères «La distribution des richesses. Quelle part au salaire ?* », Bruxelles, 5 octobre 2012, p. 3.

C'est donc logiquement en puisant dans leur épargne ou en recourant à l'emprunt que les ménages ont financé leurs dépenses. Si en France, le taux d'épargne des ménages a ré-augmenté pour retrouver une certaine stabilité, il n'en va pas de même dans d'autres pays (cf. graphique suivant¹) :



Que ce soit par contraction de la part des salaires dans le PIB ou par déformation de la répartition de la masse salariale entre les hauts revenus et les autres, le niveau d'endettement des ménages semble corrélé au niveau des inégalités, car la stagnation des revenus a été compensée par le recours à l'emprunt. Ainsi, dans la majorité des pays les plus riches, le rythme de croissance de la consommation et de l'investissement des ménages a pu se maintenir, malgré la stagnation des salaires, grâce à l'endettement. On pense évidemment au financement des investissements immobiliers des classes moyennes et populaires par des crédits hypothécaires aux Etats-Unis jusqu'à la crise des *subprimes*, mais également à l'investissement individuel dans le capital humain par un recours massif au crédit étudiant du fait du désengagement de l'Etat dans le financement des Universités publiques (là aussi avec des problèmes de solvabilité des emprunteurs si leur diplôme ne leur permet pas, compte-tenu de l'inflation scolaire, de

¹ Joël Bourdin, rapport sénatorial cité (2008), p. 41.

trouver un travail suffisamment bien payé pour rembourser l'emprunt¹). Le recourt massif à l'emprunt privé pour financer ses études face à la baisse des financements publics ne se cantonne pas aux Etats-Unis (ni même à l'Occident : on retrouve par exemple ce phénomène dans les pays du Tiers-Monde ayant subi les « programmes d'ajustement structurel » du FMI, où s'est également développé l'endettement pour l'accès aux soins), pas plus que l'emprunt hypothécaire, qui du reste existait avant le mode de régulation néolibéral, mais l'ampleur de ces formes institutionnelles d'endettement privé est particulièrement importante aux Etats-Unis depuis les années 1980.

La consommation des ménages est, elle aussi, largement financée par le crédit aux Etats-Unis, notamment du fait de dispositifs institutionnels fortement incitatifs. L'accès des ménages au crédit à des taux abordables pour des projets *d'investissement* (par exemple pour financer un achat immobilier ou des études) est d'ailleurs lui-même subordonné à des critères de notation par les banques des comportements de *consommation* de leurs clients. Un système de notes est établi en fonction du niveau d'endettement moyen des ménages, les poussant à utiliser plusieurs cartes de crédit pour financer leur consommation courante (en plus de leurs cartes de débit), et à être toujours suffisamment endetté (mais pas trop) pour obtenir une note maximale. Ces dispositifs d'incitation à la consommation par endettement contribuent eux-aussi à remplir la condition d'endettement fonctionnel qui permet à la monnaie, donc à l'économie de marché, d'exister. Même en régulation marchande, concurrentielle, et malgré le démantèlement des dispositifs de contrôle public (comme le circuit du Trésor ou l'encadrement du crédit dans le cas français), le marché du crédit demeure tributaire d'un certain nombre de *médiations institutionnelles*, notamment de pratiques coutumières qui constituent des conventions sociales que la pure concurrence laissée à elle-même ferait sans doute voler en éclat : définition partagée d'un montant minimal d'apport exigé, plafonnement des mensualités en pourcentage du revenu courant

¹ Comme l'illustre par exemple le film *At Berkeley* de Wiseman sur l'Université de Californie : le désengagement de l'Etat renchérit le coût des études, ce qui pousse les étudiants à s'endetter pour accéder à des universités moins cotées dont le niveau de diplôme ne leur assure pas de pouvoir rembourser.

(« taux d'effort des ménages »), règles d'évaluation du collatéral ou critères d'admissibilité des dossiers en termes de sécurité de l'emploi ou d'employabilité, d'âge, de situation familiale, de santé...

On retrouve ici l'irréductible dimension institutionnelle de la monnaie, qui demeure toujours présente à nos yeux dans le régime d'argent-dette, même si celui-ci la produit comme une marchandise sur le marché du crédit bancaire. En effet, la monnaie est certes créée par les banques pour leurs clients emprunteurs, mais ne vaut, et donc n'existe comme monnaie, que par tout le dispositif institutionnel qui lui permet de circuler : son acceptation par l'Etat pour le paiement de l'impôt, son acceptation obligatoire par les agents privés en vertu du cours légal, sa convertibilité dans les autres monnaies bancaires aux sphères de circulation distinctes grâce à l'émission d'une monnaie centrale, la régulation macroéconomique de son volume par les politiques monétaires, la réglementation et le contrôle prudentiels des banques par la Banque centrale, etc. Plus largement, et outre les pratiques coutumières déjà évoquées, on soulignera le rôle de la réglementation du crédit par le droit monétaire et financier (prohibition du taux d'usure, procédures de faillites, réglementation du système assurantiel...), mais aussi de la structure du paysage institutionnel du secteur : degré d'oligopolisation du marché bancaire, existence d'assureurs et de réassureurs, de courtiers, d'agences de refinancement, de mécanismes de titrisation, de marchés financiers, de produits dérivés... Au-delà, c'est l'ensemble des données conjoncturelles et structurelles de l'économie et de la société dans son ensemble (niveau de la croissance et de l'emploi, politiques budgétaires, évolution du droit, innovations technologiques, dynamique démographique, stabilité ou conflictualité sociale, évènements environnementaux, sanitaires ou politiques, etc.) qui influent sur le fonctionnement du marché du crédit, et sur l'émergence de conventions financières, c'est-à-dire de croyances partagées par les acteurs du marché quant à l'évolution future des taux directeurs, les anticipations d'inflation, de croissance, de taux de change, etc., et donc la probabilité de défaut et la valeur des titres de créance. C'est donc tout un ensemble de paramètres sociaux interdépendants qui définit un nouveau mode de régulation produisant un certain rythme d'endettement des agents.

3) *Fonctionnalisation de l'endettement, variations géographiques de sa répartition et tentation fonctionnaliste*

L'équilibre d'un régime de monnaie endogène repose nécessairement sur un endettement « fonctionnel » ou « transcendantal » : l'augmentation de la dette est en effet une *condition de possibilité* de l'augmentation de la masse monétaire¹, donc de la croissance non-déflationniste. Comme le résume très justement un rapport d'information sur la question publié fin 2008 par le Sénat français² (p. 46) : « sans le recours accru à l'endettement constaté au cours des dix dernières années, la croissance aurait suivi un chemin moins favorable, situé en-dessous de son potentiel » puisque le niveau général des prix n'a révélé aucun excès de demande. Le rapport parle dès lors à juste titre d'« économie d'endettement », puisque la croissance mondiale a été financée par la dette. Ainsi, « sans l'adjuvant de la dette, la demande n'aurait pas été suffisante pour nourrir une croissance qui, généralement, n'a pas buté sur des limites du côté de l'offre » puisqu'il n'y a pas eu de tensions inflationnistes (p. 22). La tentation est dès lors grande de proposer une lecture finaliste de cette séquence historique, reposant sur une conception fonctionnaliste des institutions et des comportements des agents. Une telle tentation n'est d'ailleurs pas entièrement absente du rapport du Sénat (p. 48) :

« La nécessité d'un endettement accru des ménages ne doit pas [...] étonner : la propension moyenne à consommer des ménages diminuant avec le revenu, un accroissement des inégalités se solde logiquement, pour une masse salariale globale inchangée et sans recours supplémentaire à l'emprunt, par une diminution relative de la consommation. Un recours croissant à l'emprunt autorise ainsi la préservation du rythme de croissance dans un contexte d'accroissement des inégalités de revenus. Il est remarquable que les pays dans lesquels les dépenses publiques soutiennent le moins les revenus (ou ceux dans

¹ Même si toute dette n'est bien sûr pas financée par création monétaire.

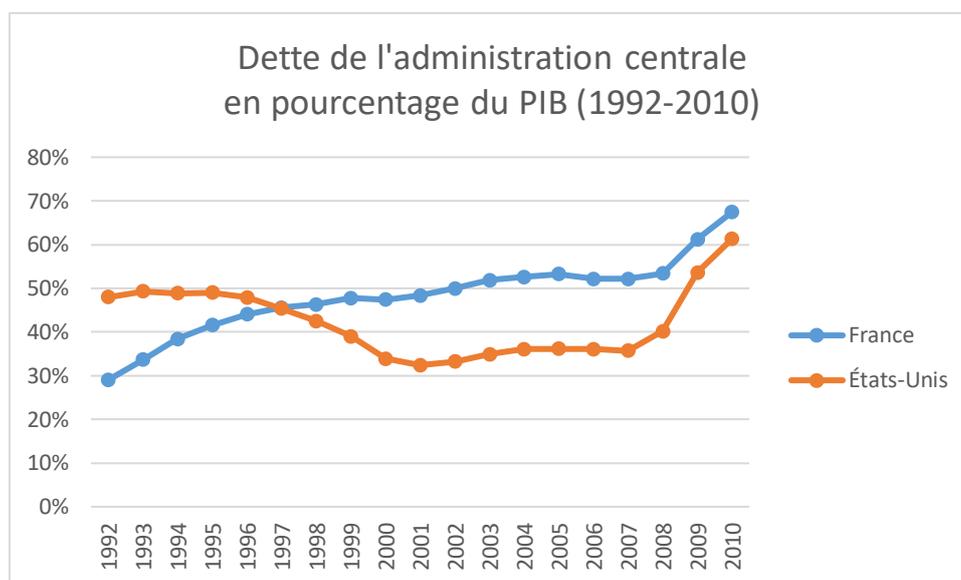
² Joël Bourdin, *L'Economie française et les finances publiques à l'horizon 2013 : les défis d'une nouvelle croissance économique*, Rapport d'information de la Délégation du Sénat pour la Planification, publié en Annexe au procès-verbal de la séance du 12 novembre 2008 du Sénat. Il s'agit d'un rapport d'information « sur les perspectives macroéconomiques et les finances publiques à moyen terme (2009-2013) » fait au nom de la Délégation par son Président, le Sénateur Joël Bourdin (UMP, Eure), avec simulation quantitative des différents *scenarii* et stratégies réalisée avec l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE).

lesquels ce soutien a été, un moment, drastiquement diminué) sont aussi les pays dans lesquels l'endettement privé est le plus élevé et va jusqu'à concerner les personnes les moins favorisées. »

On sent ici affleurer le risque d'une dérive interprétative : un endettement accru des ménages était certes *nécessaire* pour maintenir l'équilibre macroéconomique comme le rapport sénatorial le rappelle... mais rien n'assurait *a priori* que celui-ci soit maintenu, surtout s'il dépendait des décisions microéconomiques décentralisées des ménages : c'est justement le comportement d'endettement des différents agents qu'il convient d'expliquer, comme nous avons tenté de le faire dans les sections précédentes – et comme le rapport lui-même s'y emploie également. Mais ce dernier cède parfois à la tentation d'une formulation fonctionnaliste qui attribue à la dette constatée empiriquement une finalité macroéconomique, comme si les agents s'endettaient individuellement *pour* assurer l'équilibre du système. Ainsi, puisqu'à l'échelle mondiale, l'endettement a été essentiellement supporté par le secteur privé, le rapport en conclut que « si le niveau des dettes privées devait baisser, il faudrait bien leur trouver un substitut pour alimenter la demande » (p. 22), comme si les déterminants macroéconomiques obéissaient à des finalités fonctionnelles et que la possibilité d'une crise était exclue. Il est indéniable que dans le régime actuel, particulièrement au cours des dix années précédant la crise et plus encore depuis son éclatement, l'endettement massif des agents économiques est nécessaire « pour que » la demande globale permette la croissance, mais il convient d'être très prudent dans le maniement des séries statistiques macroéconomiques, pour ne pas présupposer ce qui serait nécessaire à l'équilibre.

Le rapport du Sénat pointe cependant ici un enjeu majeur : la question de la répartition de la charge d'endettement qui a permis de soutenir la demande. En régime de monnaie endogène, l'endettement est fonctionnalisé, puisqu'il se voit attribuer la fonction macroéconomique de porter la masse monétaire au niveau nécessaire à la reproduction du régime d'accumulation, mais cette fonction peut être davantage assurée par l'endettement public ou au contraire par l'endettement privé selon les arrangements institutionnels du mode de régulation propre à un pays donné. Ainsi, les

comportements d'épargne et de consommation des ménages diffèrent grandement entre la France et les Etats-Unis, tout comme la conception du rôle de l'Etat : la faiblesse de l'endettement privé et l'importance des déficits publics en France, dans un pays dont la tradition institutionnelle accorde une place prépondérante à l'Etat, explique que les pouvoirs publics aient été le principal relai de l'endettement, et que la dette de l'administration centrale ait connu une (faible) hausse, en termes de points de PIB, quand celle des Etats-Unis chutait, ainsi que le montre le graphique suivant¹ :

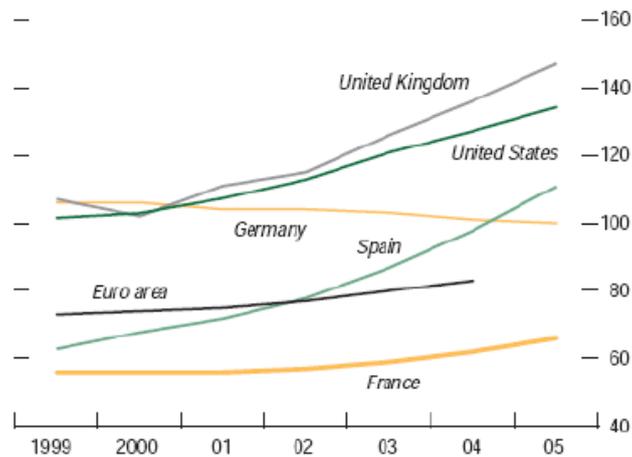


L'endettement public finançant l'injection de revenus supplémentaires dans l'économie, ceux-ci peuvent se substituer à un endettement privé. On comprend donc que le taux d'endettement des ménages ait davantage augmenté dans des pays comme les Etats-Unis, mais aussi le Royaume-Uni ou l'Espagne – pays où le taux d'endettement public en termes de points de PIB est plus faible qu'en France – ainsi que le montre le graphique suivant² :

¹ Construit à partir de la base de données de l'OCDE (non actualisée depuis 2010, soit au moment de la crise des finances publiques). Les données, qui ne sont pas disponibles avant 1992 pour la France, concernent l'administration centrale : il n'existe pas de données sur la dette publique totale (critère qui eut été bien plus pertinent étant donné les différences d'organisation administratives et territoriales entre les pays). Un tel ratio, pourtant largement commenté ces dernières années, est également absent des séries historiques de la Banque mondiale ou du FMI

² Joël Bourdin, *L'Economie française et les finances publiques à l'horizon 2013 : les défis d'une nouvelle croissance économique*, rapport sénatorial cité (2008), p.35.

**RATIO ENDETTEMENT DES MÉNAGES / REVENU DISPONIBLE BRUT
ROYAUME-UNI, ÉTATS-UNIS, ALLEMAGNE, ESPAGNE, ZONE EURO, FRANCE**



Source : FMI (Global financial stability report, octobre 2008)

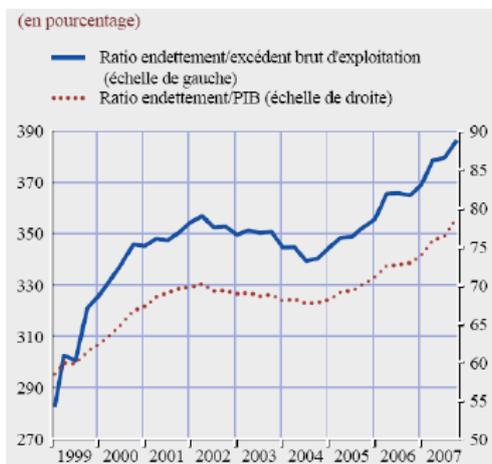
Mais même en France, l'endettement moyen des ménages est passé de 49 % de leur revenu disponible brut, en 1996, à 72 % en 2007¹. Cela correspond toutefois à une période où le rythme de croissance de la dette de l'administration centrale se fait plus lent (cf. graphique précédent). De manière générale, on constate bien, en France comme ailleurs, des phénomènes de compensation diachronique des taux d'endettement entre les différentes catégories d'agents qui déterminent le niveau de la demande globale, par exemple quand le secteur public prend le relais du secteur privé dans une politique contra-cyclique délibérée, mais aussi parfois, de manière plus surprenante, en sens inverse : « La dette publique a reculé dans l'Union européenne à 15 et dans la zone euro à 12 depuis 1996, de 11,3 points de PIB et 7,8 points de PIB respectivement » (rapport sénatorial, p. 97), or « le recul de la dette publique dans la zone euro s'est accompagné d'une forte augmentation de l'endettement privé » (p. 99). On peut donc légitimement conclure que l'endettement est structurel dans le régime d'accumulation actuel, et que l'évolution des formes institutionnelles des rapports économiques fondamentaux en fait assumer le poids à des acteurs différents au cours du temps. Mais ces évolutions n'ont aucune raison de correspondre à des substitutions parfaites assurant un équilibre macroéconomique : dans le cas de la zone euro, l'essor de l'endettement privé n'a d'ailleurs pas fait que compenser le recul de

¹ *Ibid*, p. 44.

l'endettement public. L'augmentation agrégée de la dette des ménages et des entreprises représente 34 points de PIB entre 1999 et 2007, soit bien plus que la baisse de la dette publique (5,6 points de PIB) : « les dettes privées ont augmenté [...] dans des proportions telles que l'endettement supplémentaire agrégé des ménages, des entreprises et des administrations publiques s'est accru [...] de près de 30 points de PIB » en huit ans (p. 100).

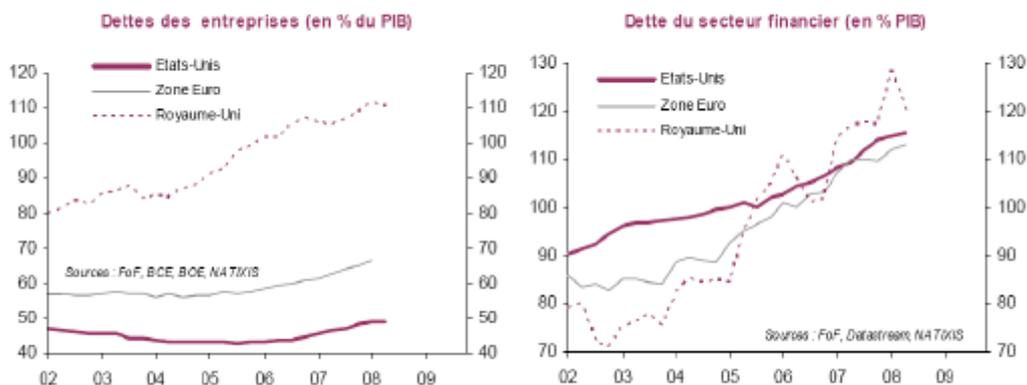
Cette surcompensation est en partie due aux entreprises non financières, qui ont vu leur dette augmenter de 20 points de PIB entre 1999 et 2007, passant de 60 % à 80 % du PIB comme l'illustre le graphique suivant (p. 99-100) :

RATIOS D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER



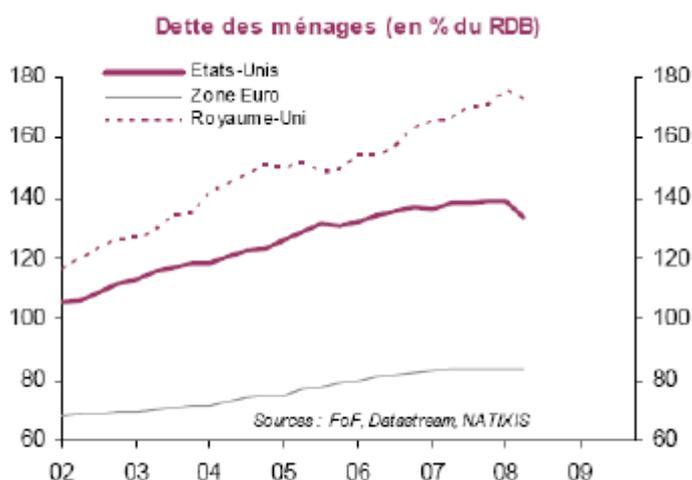
*Notes : les données concernant l'endettement sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Elles comprennent les prêts, les titres de créance émis et les provisions de fonds de pension. Les informations couvrent la période jusqu'à la fin du quatrième trimestre 2007.
Source : BCE. Rapport annuel 2007.*

Là encore, on constate de fortes disparités géographiques, même entre les pays anglo-saxons, concernant le poids relatif de la dette des entreprises dans le PIB (bien plus forte au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis). Toutefois, l'augmentation du poids de la dette du secteur financier semble quant à elle aussi marquée dans ces deux pays que dans la Zone euro (p. 56) :



Source : NATIXIS, *Flash économie*, 28 octobre 2008 - n° 486

L'endettement des ménages joue aussi un rôle essentiel dans l'augmentation de la dette du secteur privé : dans la zone euro, il augmente de 25 points de revenu disponible (soit 14 points de PIB) en sept ans, pour atteindre 95 % du revenu disponible en 2007 (rapport sénatorial, p. 99) : « bien que le phénomène soit plus spectaculaire dans les pays anglophones, l'endettement accru des ménages [...] a apporté une incontestable contribution à la croissance économique française soit *via* l'investissement immobilier des ménages, soit *via* leur consommation » (p. 44). Les disparités géographiques sont toutefois là encore spectaculaires, le taux d'endettement des ménages pouvant varier plus que du simple au double selon les pays :



Source : NATIXIS, *Flash économie*, 28 octobre 2008 - N° 486

Ainsi, dans les pays anglo-saxons, où le poids de la dette publique est plus faible et les inégalités de revenu plus grandes, le taux d'endettement des ménages dépasse les 130 % du revenu disponible aux Etats-Unis, ou même les 160 % au Royaume-Uni. Ces taux très élevés dans les pays anglo-saxons expliquent en grande partie le fait qu'au niveau mondial, c'est essentiellement l'endettement des ménages qui a porté la croissance, comme le note le rapport sénatorial (p. 49) : « le régime de croissance mondiale de ces dix dernières années a reposé sur un endettement croissant des ménages [...] afin de permettre une progression continue de la consommation de masse ». *Afin de permettre...* on retrouve dans ces formulations la tentation permanente du finalisme ; mais sans céder à une lecture téléologique de l'histoire, force est de constater que l'endettement des ménages a bien permis la croissance connue jusqu'à la crise. Notons qu'il ne s'agit pas uniquement de la consommation, mais bien sûr aussi des investissements (70 % des crédits des ménages en France, p. 44), avec un effet indirect sur la consommation car l'immobilier est un moteur essentiel de la croissance.

Ainsi, si l'on ne peut pas expliquer de manière finaliste la progression de l'endettement de telle ou telle catégorie d'agents économiques, on peut statistiquement constater qu'elle a financé un niveau de demande globale qui était nécessaire à la croissance. Le fait qu'une catégorie d'agents puisse prendre le relai d'une autre dans les taux d'endettement ne signifie pas que les agents se coordonnent en vue d'assurer une croissance équilibrée, mais qu'une régulation institutionnelle du capitalisme a conduit à ces niveaux d'endettement de chaque catégorie, avec parfois des déséquilibres provoquant des crises. On constate en tout cas que l'endettement est structurel dans le régime d'accumulation actuel : même si la répartition entre catégories d'agents varie selon les formes institutionnelles nationales, l'endettement est généralisé. On objectera sans doute que certains pays sont bien plus endettés que d'autres (comme le Japon ou le Royaume-Uni), et même que certains pays développés ne sont que très peu endettés. Mais cela ne contredit pas la dimension structurelle de l'endettement à l'échelle mondiale : l'approche régulationniste permet de penser une différence de formes institutionnelles nationales qui aboutit à une certaine répartition

internationale du poids de la dette, le niveau global de la dette restant nécessaire à l'équilibre de la croissance mondiale.

On constate d'ailleurs que les phénomènes d'endettement s'articulent de manière complexe dans la forme néolibérale d'insertion des économies dans l'économie mondiale, dans la mondialisation. En effet, certains pays comme la Chine ou l'Allemagne développent de forts excédents commerciaux et constituent une épargne considérable, finançant une part des prêts à l'échelle internationale ou thésaurisant une part des réserves de change, tandis que d'autres pays ont des balances commerciales durablement déficitaires. Ces différences symétriques de comportements macroéconomiques des pays, qui permettent des déséquilibres paradoxalement stables des balances commerciales, ne peuvent s'expliquer en profondeur que par une science sociale unifiée, qui prenne en compte les enjeux géopolitiques, démographiques, culturels, historiques¹, etc. Cela nous confirme que la monnaie n'a rien d'un simple voile, d'un simple instrument des échanges parfaitement neutre, et que le rapport d'endettement est lui aussi un rapport social fondamental qui structure les relations géopolitiques et qui est structuré par elles, par les phénomènes macroéconomiques ou démographiques, par les représentations façonnées par l'histoire, etc.

II/ La baisse continue des taux

Notre problématique est de comprendre comment une relative stabilité de l'ordre marchand et capitaliste a pu se réaliser au cours du régime néolibéral malgré l'absence d'autorégulation de la monnaie endogène et le démantèlement des régulations publiques du mode de régulation fordiste : les décisions d'endettement étant désormais largement décentralisées, pourquoi n'y a-t-il pas eu excès ou défaut de création monétaire – et, selon le cas, inflation immaîtrisée ou dépression ? Nous avons montré comment l'économie a échappé (pendant un temps) au risque de grande récession : le maintien de la demande globale a été assuré par un endettement croissant

¹ Pensons par exemple au poids de l'histoire de l'Allemagne dans son rapport à la monnaie, ou au désir de revanche de la Chine sur l'Occident après l'humiliation des guerres de l'opium, elles-mêmes déclenchées pour des raisons de balances de paiement déséquilibrées... Les relations internationales, en particulier commerciales et monétaires, ont donc des déterminants très complexes.

des agents publics et privés, dont on a détaillé les principaux déterminants. L'approche régulationniste semble donc permettre d'expliquer comment la condition de l'endettement fonctionnel est empiriquement remplie, mais cela pose deux questions : tout d'abord, pourquoi cet endettement croissant n'a-t-il pas buté plus tôt sur une limite de solvabilité, et ensuite, pourquoi la dette n'a pas été excessive, menant à une création monétaire inflationniste (selon un mécanisme autoentretenu qui était d'ailleurs largement celui des années 1970 : l'excès d'endettement crée une forte inflation qui, réduisant le poids réel des dettes, incite les agents à s'endetter davantage) ? Avant de répondre à ces questions, il nous faut bien comprendre le contexte historique qui en définit les termes : commençons donc par revenir sur la rupture historique que constitua le « choc Volcker ».

1) *Le « choc Volcker » : une régulation monétaire favorable aux créanciers*

La forte inflation qui caractérise la crise du régime fordiste a été brisée par un profond changement dans la forme des politiques monétaires : le « choc Volcker » du début des années 1980 (du nom du directeur de la Federal Reserve, Paul Volcker, nommé en 1979), politique monétariste consistant en une remontée drastique des taux d'intérêts, qui doublent presque entre 1979 et 1981, passant d'un peu plus de 10 % à près de 20 %¹. Comme le résume Robert Boyer :

« Les banques centrales, après avoir validé ce processus [d'inflation cumulative dans les années 1970] dans l'espoir de maintenir l'emploi et de ne pas exacerber les conflits autour de la distribution du revenu, perçurent que l'inflation enregistrait un mouvement propre susceptible d'échapper à leur contrôle. Même en économie pure de crédit et dans le pays titulaire de la devise clé, une accélération de l'inflation pouvait remettre en cause la stabilité et la crédibilité du système financier. D'où un retournement brutal de la politique monétaire

¹ David E. Lindsey, Athanasios Orphanides et Robert H. Rasche, « The reform of October 1979: how it happened and why », *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 2013, vol. 95, n° 6, p. 487 à 542, graphique p. 489 (article initialement publié dans la même revue, 2005, vol. 87, n° 2).

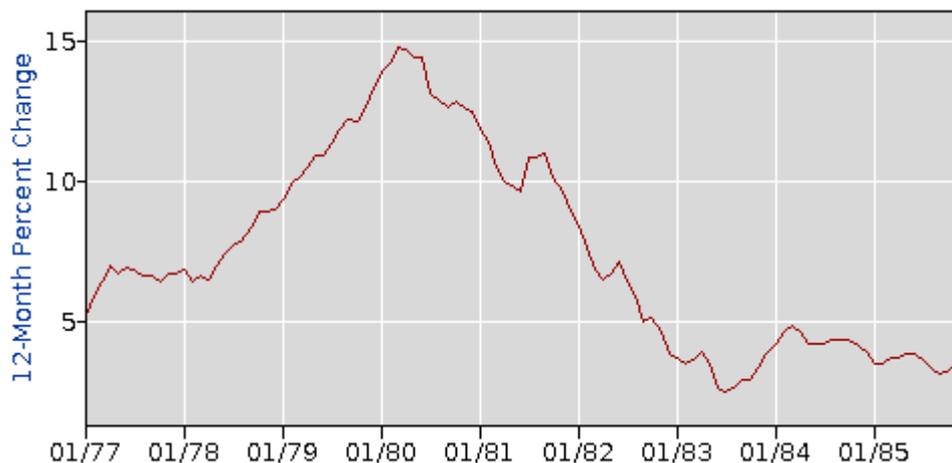
américaine qui imposa alors, à partir de 1979, des taux d'intérêt nominaux sans précédent. »¹

Nous examinerons d'abord les conséquences macro-économiques d'un tel retournement dans une perspective wicksellienne, puis nous soulignerons la forte conflictualité sociale qui entoure cet épisode marquant l'avènement d'un mode de régulation de la monnaie endogène et du rapport d'endettement désormais très favorable aux créanciers, au détriment des débiteurs.

a) *Fin de l'inflation et mécanique wicksellienne de baisse des investissements*

Cette politique de taux fort est un succès en ce qui concerne l'endiguement de l'inflation, qui passe de 13,5 % en 1980 (après le second choc pétrolier de 1979) à 3,2 % en 1983 comme le montre ce graphique² :

Evolution de l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis (1977-1985)



Mais elle pénalise l'investissement notamment dans les secteurs de la construction ou de l'agriculture. On observe en effet un retournement de la mécanique wicksellienne, comme nous l'avons déjà évoqué : le taux d'intérêt devient supérieur au rendement des investissements, qui ne sont dès lors plus profitables, tandis que les entreprises font face à un fort endettement (hérité des années 1970) que n'amortit plus

¹ Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », art. cit.

² Bureau of Labor Statistics (BLS), Département américain du travail, Series Id: CUUR0000SA0 (CPI for All Urban Consumers, 12-Month Percent Change, not seasonally adjusted, all items in U.S. city average, all urban consumers, base period: 1982-84=100), données extraites le 2 août 2020.

l'inflation, au point que beaucoup deviennent insolvables. Comme le note Jacques Généreux, « les faillites constituent alors un moyen d'éliminer une partie du surendettement »¹. Sans surprise, la politique de hausse des taux s'accompagne d'une récession en 1982-1983, comme le révèle l'évolution du taux de chômage² :

Taux de chômage aux Etats-Unis (1977-1985)



La même « dynamique wicksellienne d'ajustement du stock de capital » sévit en France, comme le note Robert Boyer en 1988 (*art. cit.*) :

« Le blocage de l'investissement en France depuis la fin des années soixante-dix s'expliquerait par le renversement du différentiel entre taux de rentabilité et taux d'intérêt, qui, de fortement positif, deviendrait négatif au cours des années récentes, ou tout au moins serait insuffisant pour assurer la prime de risque nécessaire, dans un contexte macro-économique devenu beaucoup plus difficile. Dès lors, même si la rentabilité se redresse, les entreprises auraient intérêt à se désendetter afin de restaurer la structure de leur bilan et en particulier le rapport du capital propre à l'encours d'endettement. »

L'auteur insiste sur le fait que la baisse des taux d'intérêt nominaux après le « choc Volcker » masque un niveau durablement élevé des taux d'intérêt *réels*, qui pèsent fortement sur la profitabilité des investissements productifs et la solvabilité des entreprises, incitées à assainir leurs bilans, la réduction de l'endettement à court terme

¹ Jacques Généreux, « *La dette, le boom, la crise* (Vivien Lévy-Garboua, Gérard Maarek) », *art. cit.*, p.192.

² *Bureau of Labor Statistics* (BLS), Département américain du travail, Series Id: LNS14000000 (Seas – Unemployment Rate, seasonally adjusted, all industries, all occupations, 16 years and over, all origins, all races, both sexes, all marital statuses, all educational levels), données extraites le 2 août 2020.

l'emportant sur les plans d'investissement. Une telle analyse « emprunte plus à l'héritage wicksellien qu'au modèle keynésien standard ou à la théorie monétariste traditionnelle » (*ibid.*). Elle est confirmée à l'époque par les analyses de l'O.C.D.E. citées par Robert Boyer, et « les enquêtes [qui] confirment que les entreprises ont révisé leurs critères et règles en matière d'investissement productif : face à l'incertitude des taux de change, des choix technologiques et de l'orientation des politiques économiques, les gestionnaires ont adopté une approche beaucoup plus prudente et réduit le temps de retour de leurs investissements. » Cela ouvre selon-nous aussi à une analyse plus keynésienne, centrée sur le niveau de confiance et les anticipations des entrepreneurs¹.

On peut également proposer une analyse marxiste de ce changement de modèle (qui apparaît encore largement comme une crise, plutôt qu'un nouveau régime, aux observateurs de l'époque). L'époque est en effet marquée par l'autonomisation du capital financier, dont les taux de profits ne sont de plus en plus décorrélés de la sphère productive, tandis qu'on observe au milieu des années quatre-vingt une hausse du cours des actions. Les placements financiers s'avèrent dès lors plus attractifs que l'investissement productif, ce qui s'ajoute à l'arbitrage wicksellienne entre taux d'intérêt et rendement du capital physique pour provoquer une chute de l'investissement et donc de l'emploi et des salaires. David Herzog dénonce à l'époque une finance « parasitaire »² qui détourne les flux de liquidité au détriment de la demande globale dans l'économie réelle (investissement et consommation). Ainsi (*ibid.*, p. 19) : « Lorsqu'une politique de déflation salariale et sociale est mise en œuvre, la baisse des taux d'intérêt nominaux ne conduit pas à plus d'investissement. Les capitaux se précipitent à la bourse ; la croissance ne repart pas et les taux d'intérêt réels ne baissent pas » Robert Boyer commente : « Certes, cette problématique qui oppose capital réel et capital fictif s'enracine dans une tradition théorique bien différente ; elle rejoint pourtant les intuitions wickselliennes

¹ Robert Boyer se réfère aussi à l'expression de régime « keynésien-wicksellien » : « Les théories du déséquilibre se mettent à intégrer l'impact des facteurs financiers (taux d'intérêt et des contraintes de solvabilité imposées par les banques) sur les décisions d'investissement, pour conclure que "Sous certaines hypothèses, des taux d'intérêt réels trop élevés peuvent effectivement hypothéquer la croissance des capacités de production. De façon d'ailleurs significative, un tel régime est qualifié de keynésien-wicksellien" » (l'auteur cite ici P. Villa, *Croissance et régime d'investissement*, Document de travail I.N.S.E.E., Unité de recherche n°8714, novembre 1987, p. 19).

² Philippe Herzog, *La France peut se ressaisir*, Paris, Éditions Sociales, 1987, p. 16.

quant à la possibilité d'une divergence durable entre la dynamique du secteur financier et de l'investissement productif. » La notion de capital fictif chez Marx (qui repose sur la théorie de la valeur travail et non sur la théorie institutionnelle de la valeur promue par les régulationnistes) postule que le capital accumulé dans la sphère financière ne pourra jamais se réaliser faute de correspondre à une valeur d'usage effectivement produite par le travail : le maintien des performances boursières tout au long du régime néolibéral malgré les crises (et même au-delà de la crise de 2007-2008 grâce aux politiques monétaires non-conventionnelles qui soutiennent les cours) montre pourtant qu'un mode de régulation peut durablement accommoder cette contradiction par l'injection de nouvelles liquidités (nous y reviendrons), ce qui est cohérent dans une approche régulationniste considérant que les valeurs financières correspondent à des conventions créées par le mimétisme en médiation interne des marchés, plutôt que par une « valeur fondamentale » s'imposant de l'extérieur¹.

Quoi qu'il en soit, nous partageons l'analyse de Robert Boyer sur la « spirale déflationniste à la Wicksell » qui s'instaure dans les années 1980, et qui repose sur un ensemble de facteurs touchant tant au rapport monétaire qu'au rapport salarial ou à la mondialisation :

« Il devint beaucoup plus avantageux pour les firmes de se désendetter et d'opérer des placements financiers que d'investir en capital productif. En conséquence, la demande se ralentit, l'inflation commença à décélérer, en un mouvement qu'accentuèrent encore les baisses successives du prix du pétrole et des matières premières. Si l'on ajoute l'impact des mesures de flexibilisation du marché du travail, l'excès de l'épargne sur l'investissement désigne clairement une période de ralentissement de l'activité, de modération de l'inflation à défaut de baisse cumulative des prix comme l'impliquerait le modèle wicksellien entendu *strico sensu*. En tout état de cause, le taux d'intérêt réel se maintenant à des niveaux qui n'avaient été dépassés que lors de la crise des années trente. »²

¹ André Orléan, *L'Empire de la valeur*, op. cit., troisième partie.

² Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », art. cit.

Au-delà de la récession de 1982-84, le « choc Volcker » provoque donc un ralentissement durable de l'économie occidentale, mais aussi une grave crise monétaire et financière en Amérique latine, dont la forte croissance des années 1970 avait été largement financée par les prêts internationaux recyclant l'argent des pétrodollars : le coût de cette dette libellée en dollars s'accroît subitement avec la hausse des taux américains, et met les Etats au bord de la cessation de paiement. La dette mexicaine double presque entre 1980 et 1983, passant de 50,7 à 93,8 milliards de dollars américains¹. Le 20 août 1982, le Mexique annonce la suspension de ses paiements pour six mois en accord avec le FMI, ce qui déclenche une panique financière sur le marché des dettes souveraines des pays en développement, dont les taux d'intérêt s'envolent, les confrontant les uns après les autres à un risque de banqueroute (Argentine, Brésil, Pérou, Venezuela, Costa Rica, Equateur, Uruguay...). On retrouve là le problème de la défiance performative des marchés financiers qui peuvent rendre un agent insolvable dès lors que s'instaure la croyance performative en son insolvabilité.

Un autre problème s'y ajoute immédiatement, celui de l'interdépendance entre créanciers et débiteurs dans le rapport d'endettement : la richesse des premiers ne consistant qu'en des promesses des seconds, elle repose entièrement sur la capacité des débiteurs à les honorer. La dette extérieure du sous-continent avait été multipliée par six au cours de la décennie précédente (passant de 40 à 240 milliards de dollars américains entre 1970 à 1980), et fait peser un risque sur le système bancaire mondial comme le note Jacques de Larosière, qui était alors à la tête du FMI : « Les grandes banques internationales avaient quatre à sept fois plus d'expositions qu'elles ne possédaient de fonds propres. En cas de défaut, elles auraient fait faillite. »² Or de telles faillites auraient menacé de déclencher une crise systémique du secteur bancaire et, dans le cas (inimaginable) d'une absence de sauvetage public et d'un effondrement généralisée des banques, une disparition pure et simple de la monnaie scripturale. Les acteurs internationaux se coordonnent donc pour éviter le désastre, misant sur la

¹ Cary Hector, « Crise économique, classe ouvrière et système de domination au Mexique (1983-1987) », *Cahiers de recherche sociologique*, vol. 6, n° 1, printemps 1988, Tableau 1 p. 135.

² Cité par Kévin Badeau, « Crise mexicaine : la descente aux enfers d'un continent », *Les Echos*, 30 juillet 2020, <https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/crise-mexicaine-la-descente-aux-enfers-dun-continent-1227590>, consulté le 03/08/2020.

confiance performative dans la solvabilité des débiteurs que pourrait restaurer de nouveaux prêts des créanciers, le problème se limitant dans cette optique à une crise de liquidité.

Cette politique, renouvelée par le plan Baker de 1985 (du nom du secrétaire au Trésor américain James Baker qui chercha à sortir les pays surendettés de la crise par de nouveaux prêts pour leur permettre à terme de rembourser grâce à une reprise de la croissance), se solda par un échec, les banques commerciales refusant de s'exposer davantage en finançant à nouveau ces pays qui demeurent insolubles. L'excès de création monétaire destinée à pallier le manque de liquidités ne fera en outre qu'accentuer la crise, dévaluant la monnaie et provoquant une crise d'hyperinflation sur tout le sous-continent – la flambée des prix domestiques n'allégeant en rien le fardeau des dettes extérieures libellées en dollars. Il faudra *in fine* se résigner à un effacement partiel des dettes, qui sont remplacées par de nouveaux titres obligataires d'une maturité plus longue et garantis par les autorités monétaires internationales dans le cadre du plan Brady (du nom du nouveau secrétaire au Trésor américain Nicholas Brady) adopté en mai 1989 (la *Bank of Boston* ayant déjà annulé 200 millions de dollars de prêts à des pays du tiers-monde dès décembre 1987, *ibid.*) : selon la Banque mondiale, l'encours de la dette latino-américaine passe ainsi de 472 milliards de dollars américains en 1987 (son point haut) à 429 milliards en 1991, tandis que l'inflation ralentit. Les banques commerciales enregistrent ainsi des pertes sur le principal ou les intérêts, mais une partie des pertes a été socialisée par l'intervention des créanciers publics internationaux : le mode de régulation néolibéral repose en partie sur la privatisation des profits et la socialisation des pertes ; le problème d'aléa moral qui en résulte sera d'ailleurs aussi au cœur des polémiques sur le sauvetage des banques « too big to fail » pendant la crise des *subprimes*.

b) « Choc Volcker » et conflit créanciers-débiteurs

L'épisode de la crise de la dette des pays du Tiers-Monde est riche en enseignements sur les contradictions du rapport d'endettement et de l'encastrement en son sein de la création monétaire. Il permet surtout de saisir une nouvelle fois la dimension agonistique du rapport d'endettement. Notons en effet qu'au début des

années 1980, et conformément à l'idéologie néolibérale qui s'impose alors sous le nom de « Consensus de Washington » entre le Trésor américain, la Banque mondiale et le FMI, ce dernier conditionne ses financements aux « programmes d'ajustements structurels » (austérité budgétaire, libre-échange, privatisations des compagnies aériennes ou ferroviaires, des réseaux de télécommunication, d'énergie, d'eau, des services publics de santé, etc.), qui se soldent par une formidable régression du niveau de vie au cours d'une « décennie perdue » voyant la croissance divisée par quatre : au Mexique, les salaires réels chutent de 25,2 % sur la seule année 1983¹, et au total de 40 % entre 1981 et 1989 – tandis que les investissements publics passent de 11,4 % à 4,5 % du PIB². Cette « potion amère » que les pays d'Europe du Sud, à commencer par la Grèce comme nous l'avons vu (cf. Annexe 1, p. 59), devront également boire jusqu'à la lie dans les années 2010, met à nu toute la violence dont peut être porteur le rapport d'endettement, rapport de dépendance qui permet de véritables prédatations quand le débiteur se trouve à la merci du créancier pour continuer à accéder aux liquidités nécessaires à sa survie.

L'exemple paroxystique est sans doute celui de la privatisation de l'eau imposée à la Bolivie en 2000 par la Banque Mondiale comme condition de l'un de ses prêts ("Major Cities Water and Sewerage Rehabilitation Project"). La gestion de l'eau fut confiée à la multinationale Bechtel qui en augmenta le prix (ou rendit payante des sources jusque-là en accès libre), mettant en péril la capacité des habitants à s'alimenter : cela déclencha de violents conflits sociaux de 1999 à 2001, jusqu'à ce que le gouvernement recule face à l'ampleur de la sédition³. Dès 1984, grèves générales et émeutes (coupure des communications, des routes et du ravitaillement en essence) s'étaient opposées, en Bolivie et dans toute l'Amérique latine, aux politiques néolibérales imposées par les créanciers internationaux, dans un contexte d'hyperinflation (les prix augmentent de 2 700 % en Bolivie en 1984).

¹ Cary Hector, « Crise économique, classe ouvrière et système de domination au Mexique (1983-1987) », *Cahiers de recherche sociologique*, art. cit., Tableau 1 p. 135.

² Jacques-Marie Vaslin, « Il y a trente ans, la crise mexicaine », *Le Monde*, 16/10/2012 (https://www.lemonde.fr/economie/article/2012/10/15/il-y-a-trente-ans-la-crise-mexicaine_1775448_3234.html, consulté le 21/10/2020).

³ Franck Poupeau, « La guerre de l'eau. Cochabamba, Bolivie, 1999-2001 », art. cit.

Notons que si le « choc Volcker » sur les taux d'intérêts a ainsi plongé de nombreux pays étrangers dans le chaos économique et de forts conflits sociaux, il aussi donné lieu à de vives tensions sur le sol américain : dès février 1979, des agriculteurs manifestent contre la hausse des taux avec leurs tracteurs à Washington, y compris devant le siège de la Fed¹. Cette action, qui ne sera pas couronnée de succès, s'inscrit tout à fait dans la lutte des classes pluriséculaire, déjà évoquée au Chapitre I, qui oppose aux Etats-Unis (pays traditionnellement favorable à l'inflation) les fermiers débiteurs (notamment ceux qui se sont endettés pour acquérir des terres pendant la conquête de l'Ouest) et les industriels et financiers créanciers (historiquement sur la côte Est, symbolisée par Wall Street). Ayant triplement intérêt à l'inflation, pour vendre plus chers leurs produits, pour réduire le poids réel de leurs dettes, et pour voir leurs propriétés s'apprécier, les agriculteurs sont traditionnellement partisans d'une politique monétaire expansionniste que ce soit par le maintien du bimétallisme à la fin du XIX^e siècle, par exemple, ou par un maintien des taux bas un siècle plus tard². C'est donc bien notamment à travers le rapport d'endettement, qui structure des classes d'intérêts contradictoires autant que le rapport salarial, que se noue la conflictualité autour de l'institution monétaire, enjeu de toutes les passions en tant qu'elle est au fondement de la valeur marchande et détermine les fluctuations du niveau général des prix, avec des effets redistributifs sur tout contrat de longue durée non indexé sur l'inflation (typiquement donc les contrats d'endettement ou de travail libellés en termes purement nominaux).

La défaite des fermiers américains face à leur banquier central marque une rupture anti-inflationniste des Etats-Unis, appuyée sur un consensus transpartisan : souvenons-nous que Paul Volcker a été nommé par le Président démocrate Jimmy Carter, et si l'impopularité de sa politique monétaire a contribué à favoriser l'élection du républicain Ronald Reagan en 1980, celui-ci entérine – comme on l'a déjà vu –

¹ Bernard Shull, *The Fourth Branch: The Federal Reserve's Unlikely Rise To Power And Influence*, Santa Barbara, Praeger/Greenwood, 2005, p. 142.

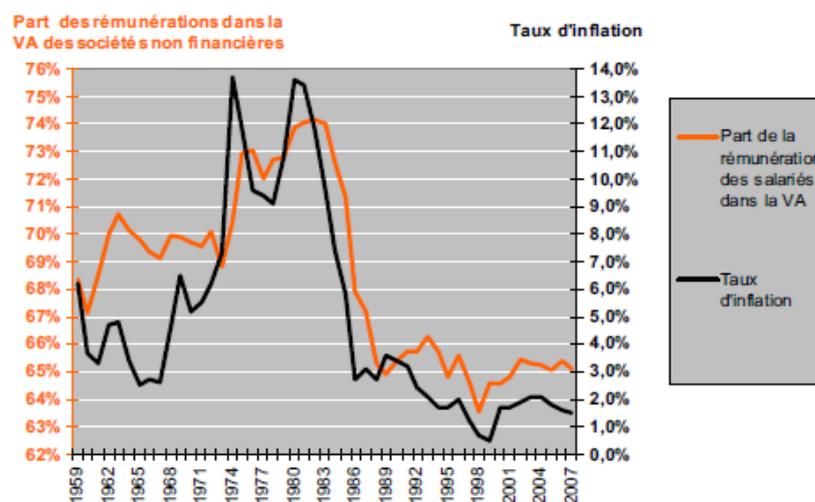
² Voir par exemple Adrien Vila, *Cycles et instabilité chez I. Fisher, op. cit.*, p. 61 à 64. Notamment, p. 62 : « Cette inclinaison pour l'inflation et le papier-monnaie [...] se matérialise par d'importantes émissions de billets et se caractérise par une opposition économique (paysans contre industriels), financière (crédeurs contre débiteurs) et géographique (Ouest contre Est) ».

l'hégémonie de l'idéologie néolibérale. Le « choc Volcker » inaugure une nouvelle régulation du rapport monétaire favorable aux créanciers plutôt qu'aux débiteurs, et aux actionnaires plutôt qu'aux salariés : en un mot, une politique monétaire favorable au capital. La nouvelle politique de taux a en effet un impact direct sur le rapport d'endettement, une hausse des intérêts modifiant la répartition de la richesse sociale pour les crédits à venir, en faveur des créanciers, qui seront davantage rémunérés, et au détriment des débiteurs, pour qui l'accès au crédit sera plus coûteux. Mais cette raréfaction du crédit a aussi pour effet une baisse de l'inflation, qui elle-même modifie la structure de propriété de la richesse sociale entre créanciers et débiteurs, puisque les dettes sont libellées en termes nominaux et non réels en l'absence d'indexation des contrats sur le niveau général des prix : la baisse de l'inflation maintient le pouvoir d'achat de la monnaie, donc le poids de la dette à rembourser pour le débiteur et la richesse que représente la créance détenue par le créancier. Les années 1980 ouvrent donc une ère plus favorable aux créanciers aux Etats-Unis, et plus généralement aux capitalistes dont la fortune, évaluée en termes réels, se voyait rapidement dévalorisée par la hausse des prix.

La baisse de l'inflation concerne aussi les autres pays développés, comme la France. Loin d'être un phénomène exclusivement monétaire, l'inflation est profondément liée au conflit de répartition : son niveau est corrélé au partage de la valeur ajoutée depuis les années 1970 (cf. graphique suivant¹), de sorte que si l'augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée augmente suite à l'inflation dans les années 1970, elle diminue fortement à partir du début des années 1990 à la suite d'une baisse drastique de l'inflation, signe que le nouveau régime d'accumulation est plus favorable au capital.

¹ Sénat, rapport cité, p. 46.

Partage de la valeur ajoutée et inflation (France)



Source : Sénat, d'après données INSEE

Dans le régime néolibéral, la maîtrise de l'inflation devient même l'unique préoccupation des Banques centrales dans certains pays : ainsi, la Banque Centrale Européenne a pour seul objectif la stabilité des prix conformément à la conception allemande de la politique monétaire, marquée par le traumatisme de l'hyperinflation de 1923. La BCE est fondée sur les mêmes statuts que la Bundesbank allemande, son installation à Francfort symbolisant en outre sa conception ordolibérale du rôle de la Banque centrale : associant le Deutsche Mark au « miracle économique allemand », donc au mérite de la reconstruction vertueuse d'après-guerre et de la rigueur des politiques monétaires et budgétaires, les Allemands ont difficilement accepté d'abandonner, lors du passage à l'euro, ce symbole d'un patriotisme légitime (thème toujours sensible en Allemagne, où le patriotisme est inhibé par la « culpabilité allemande » vis-à-vis du nazisme) ; et n'y ont consenti qu'à condition que la BCE soit indépendante et maintienne la stabilité des prix au détriment des politiques de croissance et d'emploi. La Bundesbank a d'ailleurs été jusqu'à tenter un procès à la BCE pour dénoncer l'illégalité de certaines mesures (les Opérations Monétaires sur Titres ou l'assouplissement quantitatif). On mesure donc l'impact des cultures nationales dans le mode de régulation, en particulier sur les questions monétaires : le rapport passionné d'un peuple à sa monnaie confirme à quel point la monnaie est une

institution sociale porteuse de valeurs et d'affects communs, et non un simple voile sur l'économie, un instrument parfaitement neutre.

2) *Accommoder la contrainte de solvabilité : la nécessaire baisse continue des taux*

Revenons au « choc Volcker » : en augmentant les taux d'intérêts, celui-ci resserre la contrainte de solvabilité des débiteurs, dont l'endettement est pourtant le moteur de la création monétaire, de la demande solvable et de la croissance. C'est donc sans surprise que s'ensuit une forte récession, comme on l'a vu. Comment cette contradiction a-t-elle été dépassée, menant non pas à une nouvelle Grande Dépression, mais bien à un nouveau régime d'accumulation, certes caractérisé par une croissance plus lente de la valeur ajoutée, mais néanmoins relativement stable ? En 1986, Jacques Généreux résume ainsi l'analyse néo-wicksellienne de Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek¹ qui prône une rigueur financière sur le modèle thatchérien :

« Au terme d'un processus douloureux d'assainissement financier, la rentabilité et la solvabilité ayant été rétablies, l'endettement et donc la croissance peuvent repartir. La longueur de la crise tiendrait, selon les auteurs, aux résistances politiques face à l'ampleur de l'ajustement nécessaire. Ainsi, la désinflation tarde à se manifester en Europe, la rentabilité et le partage de la valeur ajoutée ne se retournent pas avant le deuxième choc pétrolier, les déficits budgétaires continuent d'exercer une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. L'assainissement est moins brutal sur le plan social, mais il est aussi plus lent. »

Jacques Généreux questionne cependant cette analyse, doutant de la nécessité d'un ajustement brutal, de la capacité du modèle anglais à rétablir une forte croissance et même – en mentionnant l'exemple « des grandes entreprises japonaises, souvent surendettées selon les critères de l'analyse financière traditionnelle » – de l'inexorabilité de la contrainte de solvabilité. Le recul historique ne peut que confirmer le bienfondé d'un tel questionnement : la croissance n'a jamais renoué, en Angleterre comme ailleurs en Occident, avec ce qu'elle fut en régime fordiste, et le niveau d'endettement privé (et, quoique dans une moindre mesure, public), n'a cessé d'augmenter sans se heurter à une

¹ Jacques Généreux, « *La dette, le boom, la crise* (Vivien Lévy-Garboua, Gérard Maarek) », art. cit., p.192.

limite – du moins jusqu’à la crise de 2007. Comme nous l’avons expliqué, la croissance (faible, mais réelle) du régime néolibéral a été financée par un essor continu de l’endettement, donc une fragilisation financière encore supérieure à celle qui a pourtant contribué à emporter le régime fordiste dont le mode de régulation néolibéral est censé avoir surmonté les contradictions. Comment la solvabilité de la demande globale, nécessaire à la croissance, a-t-elle pu se maintenir si longtemps alors qu’elle reposait sur un endettement croissant ? Pour accommoder cette contradiction, les autorités monétaires ont en réalité été contraintes de mener une politique de taux toujours plus accommodante, sans pour autant risquer un retour de l’inflation. Le recul historique nous enseigne en effet que le régime néolibéral a reposé sur une baisse continue des taux d’intérêts, comme le démontrent Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet en 2016 au terme d’un lourd travail statistique :

« Il y a une continuité manifeste dans l’évolution des taux depuis le début des années 1980. Les taux nominaux, comme le PIB nominal, ont subi une chute constante depuis cette date. Les taux réels connaissent, quant à eux, une baisse commencée au milieu des années 1980 et leur point bas avait été atteint dès 1998 [...]. Depuis le début des années 1980 également, la différence entre le rendement des obligations et le taux régulé de l’épargne (livret A) ne cesse de chuter, rendant le second de plus en plus avantageux relativement au premier. Enfin, la différence entre le taux d’intérêt réel et le taux de croissance réel, qui était redevenue positive au début des années 1980, est retombée à un niveau proche de zéro (le maximum de la courbe ayant été atteint au début des années 1990). »¹

Cette baisse continue des taux réels comme nominaux depuis les années 1980 nous semble la principale réponse à la contrainte de solvabilité qui sans cela aurait vraisemblablement limité la hausse de l’endettement nécessaire au maintien de la croissance. On comprend donc que la demande globale ne se soit pas effondré, plongeant l’économie dans la déflation et la dépression, mais une question demeure : pourquoi n’a-t-elle pas été au contraire excessive ? Pourquoi le maintien de la

¹ Vivien Levy-Garboua, Éric Monnet, « Les taux d’intérêt en France : une perspective historique », art. cit.

dynamique d'endettement, dont nous avons vu qu'elle n'obéit à aucun mécanisme autorégulateur *a priori*, n'a-t-il pas mené à une création monétaire inflationniste, dans un contexte de baisse continue des taux qui aurait dû stimuler régulièrement l'investissement, donc la demande globale et la hausse des prix ?

Un phénomène paradoxal et historiquement inédit caractérise en effet le régime néolibéral : la baisse continue des taux d'intérêts se couple au maintien d'une faible inflation. Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet soulignent d'ailleurs que la libéralisation financière amorcée depuis les années 1980 ne saurait dès lors être tenue pour « un simple retour au système financier du XIX^e siècle » (*ibid.*) :

« Certes, le volume des actifs financiers, en part du revenu national, a retrouvé à la fin du XX^e siècle et après une longue parenthèse son niveau d'avant 1914¹ [...], et le taux d'intérêt réel est repassé au cours des années 1980 au-dessus du taux de croissance réel, comme c'était la norme avant 1914. Mais les similarités s'arrêtent là car [...] le mouvement des taux d'intérêt et des variables macroéconomiques réelles et nominales n'a jamais retrouvé la stabilité du XIX^e siècle. »

L'existence de change flottants en lieu et place de l'étalon-or renforce selon nous ce constat : malgré les fortes similitudes entre le régime libéral du XIX^e siècle et le régime néolibéral de la fin du XX^e siècle, la forme institutionnelle du rapport monétaire n'est pas la même. Ainsi que l'explique Karl Polanyi dans *La Grande Transformation* (*op. cit.*, p. 203), le modèle libéral du XIX^e impliquait de laisser la valeur de la monnaie s'apprécier comme n'importe quelle marchandise sur un marché dérégulé, au prix d'une déflation très violente pour le corps social ; l'étalon-or (c'est-à-dire la transformation de la monnaie en une marchandise fictive) ne trouvant sens qu'articulé à une complète flexibilité des salaires (soit la transformation du travail en une marchandise fictive) et à la libre fixation du prix des grains par le libre-échange international (soit la transformation de la terre, ou de la nature, en une marchandise fictive). En effet, si la

¹ Michael D. Bordo, Barry Eichengreen et Douglas A. Irwin, « Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 7195, juin 1999 ; Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales, « The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 69, n° 1, p. 5 à 50 ; Thomas Piketty, *Le Capital au XXI^e siècle*, Paris, Seuil, 2013.

monnaie n'est pas une institution politique régulée par le pouvoir souverain, mais une simple marchandise présente en quantité limitée, toute croissance économique s'avère déflationniste, or la déflation n'est économiquement soutenable (au prix d'une formidable violence sociale) qu'à condition que les entreprises qui voient leur recettes chuter du fait de la baisse des prix puissent ajuster les coûts de production, en particulier les salaires, à la baisse – les salariés ne pouvant maintenir leur rémunération réelle au niveau du salaire de subsistance que moyennant une baisse du prix des grains, permise par le libre-échange, lequel repose largement sur la stabilité des changes et l'ajustement automatique des balances commerciales qu'est censée offrir l'étalon-or.

Le modèle libéral¹ a donc sa cohérence, qui n'est pas la même que celle du modèle néolibéral. Nous sommes désormais pleinement dans un système d'argent-dette, qui définit la monnaie sans référence à une marchandise étalon. Toutefois, celle-ci demeure une production du marché : du marché du crédit, et non plus du marché minier, les contrats ayant remplacé le métal comme substrat de la marchandise. Autrement dit, le régime néolibéral assume le fait que la monnaie n'est pas une chose (comme le pensaient les métallistes) mais un rapport social. Pour autant, il en refoule la dimension institutionnelle : loin d'y voir un rapport social communautaire, incluant tous les agents dans un rapport « orthogonal » de chacun à la totalité sociale dans son ensemble, à une communauté de valeur, il la réduit à un enchevêtrement de rapports sociaux bilatéraux, un nœud de contrats privés². L'enjeu n'est donc plus de permettre l'avènement d'une économie des marchandises, des rapports directs entre les choses elles-mêmes, mais d'une économie des contrats, des rapports d'endettement entre les agents économiques. La valeur de la monnaie, et le maintien de l'ordre marchand et capitaliste dans son ensemble, reposent sur la confiance bilatérale qui parcourt la toile des innombrables relations d'endettement qui créent et font circuler la monnaie. Loin

¹ Que Polanyi décrit comme utopique au sens où, né d'une idéologie et non d'un développement naturel, et reposant sur la violence d'un encastrement de tous les rapports sociaux dans les rapports économiques auxquels ils sont subordonnés, il provoque un mouvement de résistance spontané menant au ré-encastrement de l'économie dans le social (la « Grande Transformation ») fut-ce au prix du fascisme.

² De la même manière que l'idéologie néolibérale pense l'entreprise non comme une institution, mais comme un simple nœud de contrats privés, faisant fi de la dimension irréductiblement holiste pourtant intrinsèque à l'idée même de personne morale (dotée d'un patrimoine propre, d'une liberté contractuelle, d'une responsabilité juridique, etc.)

d'assumer la nécessité de la déflation et des faillites comme l'ordre libéral prétendait le faire, le mode de régulation néolibéral doit donc au contraire préserver coûte que coûte la solvabilité des débiteurs, dont dépend non seulement la fortune des créanciers, mais aussi l'existence même de la monnaie. La baisse continue des taux d'intérêt nous semble donc devoir être lue notamment comme une tentative d'accommoder les contradictions intrinsèques à l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement.

La mise en circulation de la monnaie par la dette implique de devoir sauver régulièrement l'économie de la perspective d'un effondrement financier et bancaire généralisé rendu sans cesse plus probable par l'accumulation de l'endettement – telle est la leçon de la crise de 1929. La régulation par la déflation est donc exclue. C'est du reste ce que concluent également Vivien Lévy-Garboua et Éric Monnet¹ :

« Il faut [...] prendre acte de la grande différence entre la politique monétaire des trois dernières décennies et celle du XIX^e siècle. La politique monétaire est devenue contracyclique et n'a plus l'objectif du XIX^e siècle de stabilité des taux nominaux. La déflation n'est plus une politique acceptable et c'est pour cette raison que les taux nominaux de court terme sont aujourd'hui à zéro et que la différence entre taux d'intérêt réels et taux réels de croissance du PIB est faible. »

Le régime néolibéral a donc bien sa cohérence propre, distincte de celle du régime libéral. Il se caractérise par une situation « unique historiquement : c'est la première fois que les taux réels sont proches de zéro en raison de la faiblesse des taux nominaux et non à cause d'un taux d'inflation élevé. » La coïncidence de taux d'intérêt nominaux et réels bas et d'une faible inflation apparaît comme « exceptionnelle dans une perspective historique et très différente des périodes précédentes de stabilité des taux (XIX^e siècle) ou de taux réels bas (périodes de forte inflation) ». ² L'explication tient à la fois aux politiques menées et à des déterminants plus d'ordre structurel : à la stagnation des revenus des classes moyennes et à la compression des dépenses publiques, qui pèsent toutes deux sur la demande même si elles sont en partie

¹ Vivien Lévy-Garboua, Éric Monnet, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », art. cit.

² *Ibid.*, dans le résumé de l'article.

compensée par l'essor de l'endettement, s'ajoutent le vieillissement de la population (qui s'accompagne d'une plus hausse du taux d'épargne), le progrès technologique (qui diminue les coûts de production), la modération de l'investissement (du fait de la faiblesse de la demande effective), l'essor de la finance (offrant une rentabilité supérieure des placements financiers par rapport aux investissements productifs), le renforcement de la concurrence (par le démantèlement des conglomérats ou, plus tard, l'émergence de plateformes numériques de mise en relation des offreurs et des demandeurs) et surtout son ouverture à la concurrence mondialisée – en particulier celle de la Chine, qui s'ouvre progressivement à l'économie de marché depuis l'avènement de Deng Xiaoping en 1978 et le programme « Réforme et Ouverture », et intègre l'OMC en 2001 : bénéficiant de la mobilité internationale des capitaux, l'émergence de la Chine accompagne le régime néolibéral par les délocalisations massives d'industries occidentales en proposant des coûts de productions compétitifs qui endiguent toute possibilité d'inflation. Les prix demeurent donc stables malgré la baisse continue des taux et l'essor de l'endettement.

En outre, une part de l'endettement croissant qui a soutenu la demande globale ne correspond pas à de la création monétaire potentiellement inflationniste, mais à un transfert d'épargne entre agents – la disponibilité d'une telle épargne s'expliquant justement par les nouveaux équilibres qui caractérisent le mode de régulation néolibéral, comme les fortes baisses sur les impôts des agents les plus fortunés et des multinationales (sans parler de l'évasion fiscale massive et structurelle). Les baisses d'impôts créent un déficit public, un besoin d'endettement de l'Etat, comme nous l'avons vu, mais il génère du même coup une épargne qui lui fait face, une offre de financement qui peine à trouver des débouchés dans les investissements productifs et préfère prendre la forme de placements financiers : il y a là un mécanisme d'ajustement d'une offre et d'une demande de titres ou de fonds socialement construites par les réformes néolibérales (pour le dire trivialement, les riches prêtent désormais à l'Etat l'argent qu'hier celui-ci leur prélevait sans contrepartie en levant l'impôt).

Une cohérence se dessine sans avoir été planifiée : un nouveau mode de régulation émerge de la relative compatibilité entre les différentes formes

institutionnelles (forme de la monnaie et de la finance, mais aussi forme du rapport salarial, forme de la concurrence, forme d'intervention de l'Etat et forme d'insertion dans les échanges internationaux). C'est tout un ensemble d'équilibres institutionnels codifiant des compromis sociaux qui explique la faiblesse structurelle de l'inflation en régime néolibéral, tandis que la soutenabilité de l'endettement nécessaire à la solvabilisation de la demande en régime de monnaie endogène s'explique quant à elle essentiellement par la politique de baisse régulière des taux – même si là aussi des paramètres structurels jouent : la baisse des taux s'explique aussi par l'absence d'inflation et par l'accroissement de l'épargne disponible (pour les raisons évoquées plus haut) qui accentue la mise en concurrence des fonds prêtables tout comme le fait l'instauration de la mobilité internationale des capitaux.

La stabilité du régime d'accumulation néolibéral repose donc à la fois sur des paramètres structurels et sur une gestion active de la monnaie, *via* des politiques conjoncturelles contra-cycliques régulant consciemment les déséquilibres incessants qui se font jour. Toutefois, la stabilité économique qui en résulte demeure toute relative. D'une part, l'inflation n'est pas totalement absente : elle est localisée sur les marchés financiers (marché des actions, des obligations d'entreprises, des titres souverains, des dérivés de crédits, etc.) ou financiarisés (marché immobilier, marché des diplômes universitaires, des matières premières, etc.), où se forment incessamment des bulles spéculatives. D'autre part, ces mêmes bulles et l'endettement cumulatif qui les nourrit sont à l'origine d'importantes fluctuations, conformément à l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky ou à la théorie du cycle financier¹. La multiplication des crises financières en témoigne : crise de la dette des pays en voie de développement après le « choc Volker », krach boursier de 1987, éclatement de la bulle financière et immobilière japonaise en 1989, sortie de la livre sterling du SME à la suite de l'attaque spéculative menée par Georges Soros en 1992, crise asiatique de 1997, éclatement de la bulle Internet en 2001-2002... pour ne citer que les principales.

¹ Sur lequel Michel Aglietta insiste beaucoup, à la suite des travaux de la BRI, par exemple dans *Capitalisme. Le temps des ruptures*, Paris, Odile Jacob, 2019.

Le régime néolibéral est bien marqué par la résurgence des crises financières, constituant autant de « petites crises » (au sens régulationniste du terme) que le mode de régulation a su accommoder notamment par des baisses de taux destinées à rétablir la solvabilité des débiteurs et du système bancaire et financier dans son ensemble. Cette politique de taux est donc au centre de la régulation des contradictions du régime jusqu'à ce que la crise de 2008 s'avère impossible à accommoder par ce seul levier, et appelle des politiques non conventionnelles, qui s'avèrent elles-mêmes incapables de relancer durablement la croissance et d'ancrer les anticipations d'inflation dans une convention optimiste (nous y reviendrons dans le prochain chapitre). Il nous semble que tout au long de la période, le régime néolibéral est toujours demeuré favorable aux créanciers et au capital financier, que les variations de taux se soient faites à la hausse ou à la baisse. C'est bien sûr évident en cas de hausse, comme nous l'avons expliqué à propos du « choc Volker », mais cela reste vrai à nos yeux en ce qui concerne la baisse continue des taux qui marque le régime néolibéral depuis la première moitié des années 1980 : non seulement ces baisses ne sont tolérées que parce qu'elles ne provoquent pas de retour de l'inflation, mais en outre, elles visent à maintenir la solvabilité des débiteurs pour préserver les actifs des créanciers et plus généralement le capital financier, que ce soit directement en soutenant le marché du crédit ou celui des obligations, ou indirectement en gonflant le cours des actions par l'injection de liquidités supplémentaires.

Le but visé par la baisse continue des taux est donc davantage la stabilité financière que la relance de la sphère productive : loin d'être inflationniste, cette politique monétaire s'est donc avérée tout juste suffisante pour maintenir une faible croissance dans une économie souvent au bord de la récession. L'exemple du Japon, piégé dans la trappe à liquidité depuis les années 1990, est de ce point de vue annonciateur de la menace déflationniste que l'Occident connaîtra après la crise de 2007 – sans que l'on puisse d'ailleurs parler avant cette crise d'équilibre de plein-emploi. Si le capital financier connaît des rythmes d'accumulation spectaculaire, contribuant à une explosion des inégalités désormais bien documentée (notamment par les travaux de Thomas Piketty), l'économie réelle semble pour sa part tourner en sous-régime

permanent étant donné les multiples facteurs érodant la demande globale. La confiance collective en un avenir prospère et prévisible s'érode au fil du temps, comme en témoigne la demande sans cesse croissante d'actifs sans risque – aversion au risque qui alimente elle-même la baisse des taux d'intérêt, dont la prise de risque est un déterminant : ainsi, dès 2008, certains auteurs analysent la baisse des taux comme l'effet d'un excès de demande pour les actifs sûrs¹.

Ce repli progressif sur les institutions collectives (dette publique, mais aussi liquidité dont le coût d'opportunité chute à mesure que le rendement des obligations converge vers celui des livrets d'épargne) est un signe de défiance croissante envers les engagements privés : si le mode de régulation néolibérale a vu le jour en déchaînant la violence du désir acquisitif sur les marchés financiers libéralisés, il a vu peu à peu la confiance dans le collectif prendre le pas sur la confiance bilatérale à mesure que le niveau d'endettement s'accroît et que les crises se multiplient. Le régime néolibéral se développe donc aussi sur une aversion au risque et une préférence pour la liquidité croissantes, générant un excès d'épargne et une chute des perspectives d'investissement profitables, un désinvestissement de la sphère productive que le mode de régulation a de plus en plus de mal à accommoder. L'ambivalence de la monnaie se fait jour : un retour à une régulation publique accrue devient nécessaire après la crise de 2007, pour sauver le système bancaire frappé par une crise de défiance performative généralisée. Les banques ne se prêtant plus entre elles, l'intervention massive de la Banque centrale devient nécessaire.

Conclusion

Nous avons montré qu'à la suite de la crise du régime fordiste, les régulations publiques de la monnaie endogène se trouvent démantelées de manière systématique (libéralisation des changes, dérèglementation financière, recul de la Banque centrale dans la création monétaire, recul de la dette publique dans les sources de la création monétaire, disparition du circuit du Trésor, fin du contrôle du crédit...). Pourtant un

¹ Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi et Pierre-Olivier Gourinchas, « An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates », *American Economic Review*, 2008, vol. 98, n° 1, p. 358 à 393.

nouveau régime d'accumulation durable se fait jour : comment rendre compte de cette stabilité, malgré l'absence d'autorégulation de l'argent-dette, sans retomber dans une explication fonctionnaliste présupposant les équilibres qu'il s'agit justement d'expliquer ? C'est le mode de régulation néolibéral, c'est-à-dire l'ensemble des médiations conventionnelles codifiant les nouveaux compromis sociaux apparus dans les années 1980, qui explique la compatibilité des différentes formes institutionnelles que revêtent alors les rapports sociaux fondamentaux du capitalisme, à commencer par le rapport monétaire et le rapport d'endettement.

Le régime néolibéral repose tout d'abord sur une hausse continue (et sans précédent hors période de guerre ou de dépression) de l'endettement public et, plus encore, privé. Une approche socio-historique permet de conclure que, loin d'apparaître spontanément sous l'effet de l'autorégulation marchande, la dette publique relève d'une construction politique, reposant selon nous sur deux piliers révélateurs d'un nouveau consensus idéologique transpartisan : la baisse répétitive des impôts qui, réduisant les recettes fiscales, creuse sans cesse le déficit public, et la mise en marché de la dette qui en résulte, par volonté délibérée de soumettre l'Etat à la discipline de la concurrence sur le marché des fonds prêtables comme tout agent économique, ce qui ajoute à l'encours de dette publique les intérêts cumulatifs fixés au taux de marché. L'endettement privé s'explique pour sa part par la financiarisation des entreprises, et, en ce qui concerne les ménages, par la stagnation des salaires (désormais décorrélés des gains de productivité) et sa compensation par un recours au crédit (immobilier, étudiant, à la consommation...) accru par diverses médiations institutionnelles incitatives.

L'essor de l'endettement des divers agents financiers et non financiers, publics et privés, est donc socialement et historiquement construit, comme le révèle d'ailleurs le fait que le poids des différents types d'agents dans l'endettement total varie fortement selon les compromis institutionnels propres à chaque pays. C'est donc sans présupposé fonctionnaliste que l'on peut affirmer que c'est cette hausse de l'endettement qui a historiquement maintenu la demande globale et évitera la dépression : la croissance mondiale est largement financée par la dette, mais demeure bien plus faible qu'en régime fordiste. L'inflation a disparu, mais le chômage réapparaît :

on constate donc bien que malgré le démantèlement des régulations publiques, l'argent-dette n'est pas un système autorégulateur, rien n'assurant que le volume ou le rythme d'endettement maintienne un équilibre de plein-emploi modérément inflationniste – d'autant plus que le régime d'accumulation repose sur un endettement croissant.

Une contradiction fondamentale du régime endogène est effectivement toujours présente au cœur du système : la croissance repose sur une dégradation progressive de la solvabilité des agents, donc une érosion de la confiance. Cette contradiction est accommodée par la politique de taux de la Banque centrale : le recul historique permet en effet d'établir que la période est marquée par une baisse continue des taux d'intérêts réels et nominaux, qui allège sans cesse le coût de l'endettement. Le mode de régulation fordiste s'était pourtant construit sur le « choc Volcker », c'est-à-dire la hausse drastique des taux directeurs pour briser l'inflation des années 1970, au prix d'une profonde récession au début des années 1980. Cette politique inaugurerait une nouvelle forme institutionnelle de la monnaie, désormais favorable aux créanciers (dont le capital se voyait rapidement dévalorisé par la forte inflation). La baisse continue des taux qui caractérise le reste de la période ne remet pas cela en cause, puisqu'elle ne se fait jamais au détriment de la stabilité des prix. Le régime néolibéral ne constitue pas un retour au régime libéral, mais une configuration inédite où les taux bas se conjuguent avec une inflation faible qui tient à divers facteurs structurels propres à ce mode de régulation (concurrence mondialisée, modération salariale, austérité budgétaire, progrès technique, vieillissement de la population, excès d'épargne, finance dérèglementée et manque de rentabilité des investissements du fait de l'effritement de la demande globale, etc.).

Dans ce contexte, la baisse continue des taux nourrit moins une reprise de la demande effective et de l'investissement productif qu'un essor des placements financiers et une hausse des cours de bourse. L'enjeu n'est pas de renouer avec le plein-emploi, mais de repousser toujours plus loin la limite de solvabilité des agents dont l'endettement s'accroît dangereusement. Cette politique ne mène pas à une stabilité parfaite : elle nourrit des cycles financiers, au cours desquelles des crises financières

succèdent à des phases d'inflation du prix des actifs sur les marchés financiers (et les marchés réels financiarisés, comme l'immobilier ou les matières premières). Ces petites crises sont accommodées par la baisse des taux, jusqu'à ce que cette politique s'avère insuffisante après la crise des *subprimes* et des dettes souveraines, appelant des politiques non conventionnelles d'assouplissement quantitatif, comme on va le voir au chapitre suivant.

Chapitre VII – La crise de l’argent-dette

Nous avons montré que l’encastrement de la création monétaire dans le rapport d’endettement, c’est-à-dire la mise en circulation de la monnaie par des prêts, fonctionnalise la dette des agents économiques sans comporter de mécanisme autorégulateur portant spontanément la masse monétaire (ou plutôt son rythme d’accroissement) au niveau nécessaire à l’équilibre macroéconomique, ou même à la stabilité de la croissance et à la reproduction des rapports économiques. Nous avons également montré que l’ordre capitaliste a connu de longues périodes de relative stabilité en régime monétaire endogène, du fait de la compatibilité d’un ensemble de formes institutionnelles relativement cohérentes permettant d’accommoder provisoirement la contradiction fondamentale de l’argent-dette, à savoir le fait que la monnaie, institution sociale dont la quantité en circulation détermine largement la présence ou l’absence de stabilité macroéconomique, soit produite comme une marchandise sur un marché du crédit décentralisé, sa quantité et son affectation variant en fonction de l’offre et de la demande déterminée par des motifs microéconomiques que rien ne rend *a priori* compatibles. La possibilité d’une crise est donc toujours présente, et il faut se garder de toute interprétation fonctionnaliste des conditions sociales de la stabilité que l’on a empiriquement constatées, comme le fait remarquer Robert Boyer dans sa recension de l’ouvrage *La monnaie dévoilée par ses crises* dirigé par Brunot Théret¹ :

« Un grand danger hante les sciences sociales contemporaines, et tout particulièrement l’économie : leur fonctionnalisme implicite donne l’impression que les systèmes sociaux étudiés sont dotés d’une forme ou d’une autre d’autorégulation. Elles sont donc fort mal placées pour éclairer les crises structurelles, y compris monétaires et financières, dont la période actuelle est riche : elles sont généralement interprétées comme un dysfonctionnement

¹ Robert Boyer, « Bruno Théret (Dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Éditions de l’EHESS, Paris, 2008 », *Revue de la régulation* [En ligne], vol. 3, n° 4, 2^e semestre/Automne 2008, mis en ligne le 30 septembre 2008, consulté le 16 mai 2014. URL : <http://regulation.revues.org/4813>.

passager, résultats de quelques irrationalités des acteurs ou des gouvernements. »

Tout le mérite de la théorie de la régulation est de rendre compte aussi bien de la stabilité des régimes d'accumulation que de leurs crises par un même appareil conceptuel, unifié et cohérent, sans nécessiter d'hypothèses *ad hoc* pour justifier l'une ou l'autre. Certaines crises s'expliquent bien sûr d'abord par des chocs exogènes à l'économie (comme une crise sanitaire), mais la plupart naissent avant tout du développement endogène des rapports sociaux à l'œuvre en régime, dont les formes institutionnelles se révèlent subitement incompatibles. Leur étude est dès lors riche d'enseignement sur les conditions de la stabilité, qui se révèlent de manière d'autant plus manifestes quand elles volent en éclat. Adopter cette approche, que Frédéric Lordon nomme « l'heuristique du négatif »¹, permet en particulier de mieux comprendre la forme institutionnelle de la monnaie, comme le souligne Robert Boyer (*ibid.*) :

« C'est lorsque se décompose un ordre monétaire, lors des petites ou grandes crises, que se manifestent le plus clairement les fonctions et les propriétés de la monnaie qui, dans les périodes de stabilité semblent aller de soi. »

C'est bien sûr notamment le cas en ce qui concerne la crise de 2007 et ses suites, que treize ans de recul historique permettent d'interpréter comme la grande crise du régime néolibéral emportant son mode de régulation – sans qu'un nouveau mode de régulation cohérent ne nous semble avoir émergé à ce jour, bien que de forts jalons aient été posés, tant en matière monétaire que concernant d'autres rapports sociaux fondamentaux du capitalisme, comme nous le verrons. Commençons par résumer ce que la crise a révélé des contradictions travaillant le régime néolibéral, et les réponses qui y ont été apportées au cours de la décennie passée, avant de montrer les limites de ces réponses et d'évoquer, au chapitre suivant, les pistes de solution alternatives qui nous semblent pouvoir y remédier.

¹ Frédéric Lordon, *La société des affects*, *op. cit.*, p.204.

I/ Crise de la dette, monnaie endogène et politiques non-conventionnelles

1) *La crise financière est aussi une crise de la monnaie endogène*

La séquence historique ouverte en 2007 est bien connue de tous : nous nous contenterons ici d'en rappeler brièvement les principaux faits pour les articuler avec notre problématique. On parle fréquemment de la « crise financière » pour résumer ces évènements, mais il convient de garder à l'esprit qu'il s'agit d'abord d'une crise immobilière et bancaire, où le système de crédit – et donc la monnaie endogène – joue un rôle central. Ainsi que le notent très justement Christine Sinapi, Pierre Piégay et Ludovic Desmedt, « la dynamique du crédit bancaire est un aspect essentiel » de la crise de 1929 comme de celle de 2007, mais « en 1929, la crise boursière s'est propagée au système bancaire et à l'économie réelle, alors qu'[en 2007], le système de crédit a été impacté avant la sphère boursière »¹.

La grande crise du régime néolibéral est d'abord une crise de l'endettement privé – même si la crise des finances publiques qui a secoué l'Europe au début des années 2010 et a érigé la dette souveraine en problème politique majeur tend à nous le faire oublier. Plus précisément, c'est la dette immobilière des ménages américains qui, après avoir connu un formidable essor, est à l'origine du retournement de la dynamique. Comme on le sait, le marché immobilier a connu une bulle financière jusqu'en 2006, incitant les banques à accorder des crédits hypothécaires à des ménages de moins en moins solvables (les fameux *subprimes*) en misant sur la hausse continue de la valeur du collatéral, c'est-à-dire de la maison achetée grâce à ce crédit et que la banque pourrait toujours saisir et revendre en cas de défaut du ménage emprunteur... du moins jusqu'à ce qu'en 2006, le nombre de débiteurs insolubles augmente suite à la remontée des taux (dans des crédits à taux variables) et que la liquidation simultanée d'un trop grand nombre d'actifs ne provoque un retournement du marché immobilier, dont les prix n'avaient pourtant pas baissé depuis dix ans.

¹ Christine Sinapi, Pierre Piégay et Ludovic Desmedt, « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », *L'Économie politique*, vol. 48, n° 4, 2010, p. 85 à 104.

On croyait sans doute tenir dans le processus auto-entretenu de hausse simultanée du crédit et du prix des collatéraux une régulation permettant de repousser indéfiniment la contrainte de solvabilité des agents, et d'accommoder ainsi indéfiniment une contradiction majeure de la monnaie endogène qui repose sur un endettement sans cesse croissant érodant la confiance qui lui est pourtant nécessaire, mais tout ce mécanisme reposait ultimement sur une simple convention financière (la croyance généralisée en la hausse continue des prix) vulnérable aux chocs de confiance. Cette séquence historique illustre tout à fait le paradoxe de la tranquillité d'Hyman Minsky, selon lequel la prospérité incite les agents à endosser un niveau d'endettement croissant qui crée les conditions de la crise.

D'autant plus que la bulle spéculative ne concernait pas le seul marché immobilier, mais aussi le secteur bancaire qui doit enregistrer des pertes sur ces crédits que ne saurait compenser la saisie de nombreux logements désormais impossibles à liquider sans une forte moins-value : le nombre de propriétaires faisant défaut de paiement est estimé par l'agence Moody's à 3,4 millions en 2009, et le nombre de saisies immobilières aux Etats-Unis à 2,5 millions (après 1,3 million en 2007 et 2,3 millions en 2008)¹, tandis que les cours s'effondrent : après le pic de mars 2006, le marché connaît une première baisse de 10 %, puis en 2008-2009, une baisse de 19 %². On retrouve ici le problème de l'interdépendance entre créanciers et débiteurs : la richesse des uns ne repose que sur la solvabilité des autres, qui dépend elle-même largement de la confiance performative que leur accordent les premiers. Quand les prix de l'immobilier ont cessé d'augmenter, la confiance des créanciers dans la valeur des collatéraux s'est figée, restreignant l'offre de crédit, qui alimentait pourtant la hausse des prix : la défiance s'est alors avérée aussi performative que l'était la confiance.

Au-delà des banques titulaires des créances, c'est tout l'ensemble de l'édifice spéculatif bâti par les marchés financiers à partir de ces crédits qui vacille soudainement tandis que sa base s'effondre. La crise des *subprimes* a en effet révélé l'importance de la titrisation dans la bulle immobilière et financière qui l'a précédé, donc dans l'essor de

¹ Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité* (2010), Paris, Babel, 2011, p. 164.

² Steve Keen, *L'Imposture économique*, Ivry-sur-Seine, Editions de l'Atelier / Editions ouvrières, 2014 (2011), p. 381-382.

l'endettement privé sur lequel avait en grande partie reposé la croissance du régime néolibéral jusqu'à son effondrement. Le mécanisme est aujourd'hui bien connu : un courtier accordait un crédit hypothécaire à un ménage américain, avant de revendre sa créance à des banques, qui elles-mêmes pratiquaient la titrisation pour revendre ces créances sur les marchés financiers ou auprès des agences de refinancement (Freddy Mac et Fanny May, qui achètent respectivement 13 % et 5 % de tous les titres *subprimes* et Alt-A créés entre 2006 et 2007¹). Tout un marché de produits dérivés s'est développé sur la base de créances structurées : les RMBS (Residential Mortgage Backed Security) étaient compilés en CDO (Collateralized Debt Obligation) agréant des crédits hypothécaires de qualité diverses dans un même produit peu lisible, que les agences de notation privées, payées par une commission et cédant au risque d'aléa moral², ont surévalué.

L'allongement de la chaîne d'intermédiation et l'accroissement de la liquidité des titres était justement considéré par la théorie dominante comme un moyen efficace de gérer le risque en le répartissant de manière optimale, mais ils se sont surtout avérés être un puissant facteur de dilution de la responsabilité : du courtier initial au détenteur final (provisoire) du crédit, chaque créancier successif espère transférer le risque au suivant, et se dispense de s'informer sur la solvabilité des débiteurs. De plus, et comme nous l'avions évoqué en discutant Minsky dans l'Annexe du Chapitre IV, la titrisation permet de substituer l'épargne à la création monétaire dans le financement des prêts, mais, augmentant le stock de dettes et multipliant le nombre de titres pour une masse monétaire inchangée, elle réduit la liquidité globale du système, le rendant plus vulnérable aux crises de liquidité – même si elle ne détériore pas le ratio réserves obligatoires / dépôts dans le bilan du système bancaire.

Ajoutons à cela que l'existence des titres obligataires nourrit de nombreux paris spéculatifs, comme la vente de titres à découvert (stratégie misant sur la hausse des cours pour réaliser une plus-value). En outre, le marché des dérivés de crédit ne se compose pas uniquement de produits structurés à partir de divers créances titrisées, il

¹ Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, op. cit. p. 56.

² Puisque leur rémunération dépend du volume de titres qu'elles notent, et que les émetteurs de ces titres peuvent mettre les agences en concurrence pour obtenir des notes plus favorables.

compte aussi tous les dérivés assurantiels : les fameux CDS (*Credit Default Swap*) inventés par la banque J.P. Morgan au début des années 1990¹. Ceux-ci se développent comme des produits autonomes, puisqu'il est possible d'acheter un CDS pour se couvrir contre un risque auquel on n'est pas exposé, ou pour se couvrir plusieurs fois contre le même risque – sans d'ailleurs que le vendeur ait l'obligation de provisionner le risque contre lequel il vous assure². L'encours d'engagements contractés par les agents financiers sur le fondement du crédit hypothécaire de ménages peu solvables est donc sans commune mesure avec la taille du marché sous-jacent : avant la crise des *subprimes*, le poids financier du marché des CDS était douze fois plus important que le marché sous-jacent, atteignant 60 000 milliards de dollars³. Ainsi, loin de se contenter de répartir le risque pour le diluer, les marchés financiers l'ont démultiplié, et disséminé.

C'est la crise de 2007-2009 qui a révélé le haut degré d'interconnexion des différents marchés financiers ou financiarisés : marché immobilier, marché du crédit bancaire qui a nourri les prêts immobiliers, marché obligataire auprès duquel les banques se sont largement refinancées (en titrisant les créances réparties en produits structurés objets d'innombrables transactions spéculatives), marché assurantiel (censés pallier le risque sur les dérivés de crédits, mais nourrissant en réalité là aussi d'innombrables paris spéculatifs). A partir de 2007-2008, la crise immobilière entamée

¹ Pour ne pas oublier que des acteurs sociaux en chair et en os se cachent derrière les mécanismes financiers les plus abstraits qui ont pourtant bel et bien une histoire, précisons que le CDS est attribué à Blythe S. J. Masters, ancienne cheffe du département de trading sur les ressources de base et matières premières de première nécessité (*head of global commodities*) à la banque J.P. Morgan & Co. (actuelle JPMorgan Chase) où elle est entrée à l'âge de 17 ans. C'est en effet elle qui aurait été à l'origine de ce nouveau produit financier en 1994, ce qui lui vaudra, lors de la crise de 2008, d'être considérée par *The Guardian* comme « la femme qui a inventé les armes financières de destruction massive » (« The woman who built financial "weapon of mass destruction" », *The Guardian*, 20 septembre 2008).

² Le CDS (*credit default swap*, soit un contrat d'échange sur défaut de crédit, ou « couverture de défaillance »), produit d'assurance adossé à des créances à risque (comme des crédits hypothécaires titrisés), est un contrat d'assurance non-financé : celui qui vend la couverture de risque n'a pas l'obligation de provisionner sa promesse en épargnant des fonds suffisant pour garantir sa capacité de paiement en cas de réalisation du risque, il se contente donc de recevoir des primes périodiques sans aucun investissement préalable en capital, et ne réalise aucune dépense tant qu'aucun événement de crédit n'a lieu, soit potentiellement jusqu'à maturité du contrat. L'obligation contingente de dépense en cas de matérialisation du risque n'existe qu'*ex post* : il s'agit donc d'une exposition hors-bilan pour les banques, échappant aux régulations prudentielles. Côté acheteur, il n'est pas nécessaire d'être exposé au risque pour acquérir un CDS, ce qui en fait un produit spéculatif, un simple pari.

³ Marc Chesney, « Il faut réformer les bombes financières que sont les CDS », *Les Echos*, 30/03/2009, https://www.lesechos.fr/30/03/2009/LesEchos/20394-085-ECH_il-faut-reformer-les-bombes-financieres-que-sont-les-cds.htm, consulté le 20/08/2020.

en mars 2006 devient une crise bancaire, la défaillance des ménages débiteurs entraînant la fragilité des banques créancières : alors que le secteur n'avait connu aucune faillite aux Etats-Unis en 2005 et 2006 selon la *Federal Deposit Insurance Corporation*, il en subit trois en 2007, vingt-cinq en 2008, cent quarante en 2009, et jusqu'à cent cinquante-sept en 2010, avant que ce nombre reflue (quatre-vingt-douze en 2011, cinquante-et-un en 2012, vingt-quatre en 2013)¹. Entre 2008 et 2017, ce sont 528 banques qui font faillite en dix ans, soit environ une banque américaine sur dix. Dès octobre 2009, le FMI chiffre les pertes mondiales du secteur bancaire à 3 600 milliards de dollars².

La crise est bien sûr également financière, atteignant le marché obligataire quand la valeur des dérivés de crédit qui s'y échangent s'effondre subitement puisque plus personne ne connaît leur composition exacte (la solvabilité des débiteurs). Le marché assurantiel est également concerné, entrant en crise quand les innombrables CDS doivent être payés, entraînant un risque de faillite du géant de l'assurance *AIG*, qui fait face à 89 milliards de dollars de pertes sur l'année 2008 : au total, un renflouement de 182,5 milliards de dollars sera nécessaire pour le sauver³. Enfin, le marché des actions est bien sûr également affecté par la panique généralisée : le *Dow Jones* perd ainsi 34 % en 2008⁴. Entre octobre 2007 et mars 2009, la capitalisation boursière perd plus de 9 300 milliards de dollars aux Etats-Unis (soit l'équivalent de 68 % du PIB américain), près de 9 100 milliards en Europe (soit 48 % du PIB européen), et plus de 28 000 milliards de dollars à l'échelle mondiale (soit 52 % du PIB mondial) selon Mathieu Plane et Georges Pujals, qui commentent : « Cette chute colossale des places boursières, en créant des pertes supplémentaires pour les banques, a renforcé les risques d'insolvabilité des institutions financières et a accentué les effets dévastateurs de la crise financière sur l'économie réelle. »⁵

¹ Source : FDIC (<https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/banklist.html>, consulté le 23/08/2020).

² FMI, *Global Financial Stability Report*, Washington, D. C., octobre 2009, cité par Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, op. cit., p. 243.

³ Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, op. cit., p. 235 et p. 86.

⁴ Steve Keen, *L'Imposture économique*, op. cit., p. 380-381.

⁵ Mathieu Plane et Georges Pujals, « Les banques dans la crise », *Revue de l'OFCE*, vol. 110, n° 3, 2009, p. 179 à 219.

Crises immobilière, bancaire, obligataire, assurantielle et boursière se conjuguent donc. Le plus grand péril réside sans doute dans la crise de la liquidité qui frappe en retour le marché interbancaire, comme en témoigne l'envolée de l'écart entre le taux d'intérêt des prêts interbancaires et celui des bons du Trésor américain en août 2017¹. Ignorant la qualité des créances et des titres que les autres établissements détiennent dans leurs bilans, chaque banque s'avère incapable d'évaluer leur solvabilité, la défiance subite créée par l'éclatement de la bulle spéculative poussant chacune à interrompre les prêts interbancaires qui assurent d'ordinaire la liquidité du système. Devant faire face à ses propres engagements, chaque banque entre en outre dans une course à la liquidité. Le risque d'un effondrement systémique est bien présent : en cas de défaillance d'une banque majeure, c'est l'ensemble du système bancaire qui risque d'être emporté, signant la disparition de la monnaie scripturale, soit l'essentiel de la masse monétaire qui n'existe que comme créances sur les banques commerciales, couvertes par des réserves fractionnaires insignifiantes en monnaie centrale, et par des titres devenus subitement illiquides et menacés de perdre toute valeur.

Tous les mécanismes de la crise de 1929 identifiés par Fisher sont prêts à s'enclencher, car les institutions sont à peu de choses près les mêmes : *credit crunch*, destruction monétaire par les remboursements de crédits alimentant une spirale de désendettement-déflation, risque de *bank run*, etc.² Mais la réaction de la Banque centrale, instruite du précédent qui a eu lieu près de quatre-vingt ans plus tôt, n'est pas la même : pour pallier la pénurie de liquidités et sauver le système bancaire d'un effondrement, la Fed joue le rôle de prêteur en dernier ressort (après avoir cependant sous-évalué le risque de laisser Lehman Brothers faire faillite) et inonde le marché de liquidités en abaissant ses taux et en multipliant les aides. Cela ne suffit pourtant pas à rétablir la confiance, et la crise se transmet à l'économie réelle malgré les 12 000 milliards de dollars de garanties et de renflouement mobilisés par les Etats-Unis pour y faire face (soit 80 % du PIB américain)³ : la croissance réelle américaine, qui était

¹ Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, op. cit., p. 82.

² Pour un parallèle entre les deux crises, voir Christine Sinapi, Pierre Piégay et Ludovic Desmedt, art. cit.

³ *Ibid.*, p. 212.

de 2,3 % en 2007-2008, devient négative et chute à – 2,7 % en 2008-2009¹, tandis que l'économie américaine perd 8 millions d'emplois entre décembre 2007 et octobre 2009, provoquant une hausse du chômage de 10,8 % en août 2008 à 17,5 % en octobre 2009 d'après le *Bureau of Labour Statistics* (en incluant les temps partiels subis et les travailleurs découragés ne cherchant plus d'emploi) ².

Le régime néolibéral se solde toutefois non par une nouvelle Grande Dépression, mais par une Grande Récession. Avant de revenir sur les réponses qui ont été données, en terme de politique monétaire, au risque d'effondrement généralisé, soulignons que ce que le monde a retenu comme étant « la crise financière » fut bien, à l'origine, une crise immobilière et une crise du crédit bancaire, avant de se muer en crise du marché obligataire, du marché des produits dérivés ou de celui des actions, et que l'immense fragilité du système bancaire et l'absence de véritable reprise du crédit est au cœur de la récession durable qui fait suite à l'éclatement de la bulle spéculative. Ainsi, si la finance de marché dérégulée est indéniablement un enjeu majeur, la question du crédit bancaire et de l'endogénéité de la monnaie demeure au cœur de la crise du mode de régulation néolibéral, comme elle était au cœur du régime d'accumulation. Rappelons enfin qu'à la crise de l'endettement privé a succédé en Europe une crise des dettes souveraines. L'endettement public, dont on a vu qu'il atteignait déjà des niveaux inédits avant 2007, a passé un nouveau palier avec la crise, moins du fait du sauvetage des banques (opéré par des prêts remboursés une fois la crise de liquidité passée) que de l'essor des dépenses publiques (plan de relance, protection sociale) conjugué à l'érosion des recettes fiscales. On peut donc y voir une substitution fonctionnelle de l'endettement public à l'endettement privé et la nécessité d'une régulation active de la monnaie endogène pour maintenir la masse monétaire et la demande globale au niveau évitant la dépression... jusqu'à ce que les Etats butent eux-mêmes sur le même écueil que les agents privés, à savoir la contrainte de solvabilité.

Toutefois, la finance de marché joue là encore un rôle majeur, la crise des dettes souveraines ne pouvant s'expliquer par les seules contradictions de la monnaie

¹ Steve Keen, *L'Imposture économique*, op. cit., p. 380. L'auteur reproche à la Fed d'avoir réagi trop tard et pas assez fortement.

² Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, op. cit., p. 136 et 139.

endogène. En effet, la mise en marché de la dette des Etats conditionne le niveau des taux aux conventions financières sur leur solvabilité. Dès lors, provoquée par la hausse du ratio d'endettement, la défiance des marchés envers certains pays européens jugés non solvables (en particulier les pays du Sud de la zone euro : Grèce, Italie, Espagne, Portugal) s'avère bien sûr performative : la hausse des taux provoquée par le gonflement de la prime de risque (mesuré par le *spread* avec le taux de la dette allemande, jugée la plus sûre) accule les Etats les plus fragiles à la banqueroute à laquelle la Grèce n'échappe qu'avec l'intervention des bailleurs internationaux (la tristement fameuse « troïka » : BCE, Commission européenne, FMI) qui conditionnent leurs aides à des plans d'ajustement structurels pesant lourdement sur la demande, au point de dégrader encore davantage le ratio Dette publique / PIB comme on l'a vu dans l'annexe du Chapitre I (p. 61). Ainsi que le souligne Benjamin Lemoine¹, la dette publique, dont la mise en marché est le fruit d'une décision politique (comme nous l'avions expliqué au chapitre précédent), est désormais érigée comme un problème politique majeur, une « arme de dissuasion sociale massive ». De même que la dette publique est une construction sociohistorique dont on vantait jadis les mérites, son interprétation comme un fardeau non soutenable et une faute morale envers « les générations futures » est elle aussi une construction sociohistorique. Mais au-delà des discours politiques révélant que les créanciers ont la faveur du régime, cette construction passe aussi par une convention financière, ce qui produit un effet particulier : même si chacun des créanciers croit à titre personnel à la solvabilité de l'Etat débiteur, c'est l'opinion moyenne du marché qui s'impose à tous et s'avère performative.

Sans nier l'importance spécifique considérable de la finance de marché dans la crise des *subprimes* et celle des dettes souveraines, soulignons que celles-ci sont également le fruit des contradictions de la monnaie endogène, comme le révèle les solutions qui leur sont apportées : la création monétaire massive par les Banques centrales qui inondent les marchés financiers de liquidités à taux nul à l'aide d'instruments quantitatifs pour sauver la solvabilité des débiteurs (notamment les Etats) et des créanciers (notamment le système bancaire).

¹ Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette*, *op. cit.*

2) *Les politiques monétaires non-conventionnelles : accommoder la contrainte de solvabilité face au plancher du taux nul*

La politique de baisse des taux se heurte en théorie au plancher des taux nuls – d’autant plus rapidement atteint que le mode de régulation néolibéral a reposé sur une baisse continue des taux depuis le « choc Volcker », comme on l’a vu. Loin de se retrouver démunies, les Banques centrales ont alors fait preuve d’une grande créativité en matière de politique monétaire. Comme le souligne Éric Monnet : « On redécouvre aujourd’hui, à l’aune de la crise financière et des politiques monétaires non conventionnelles, combien les banques centrales ont pu par le passé œuvrer dans un cadre très éloigné d’une simple règle de taux d’intérêt (...). »¹ Nous avons par exemple vu comment la Banque de France régula la création monétaire par l’encadrement du crédit à taux fixes en régime fordiste. La politique monétaire dite conventionnelle porte donc bien son nom : l’ajustement des taux directeurs n’est en effet qu’une convention sociale, historiquement située. Ce fut la manière attendue par les agents (en particulier les marchés financiers) et privilégiée par les Banques centrales en régime néolibéral d’accommoder les contradictions de la monnaie endogène, en remontant les taux et en restreignant la création monétaire jugée excessive comme le fit Paul Volcker pour briser l’inflation, ou au contraire en abaissant les taux pour repousser la contrainte de solvabilité des agents qui mène à une insuffisance de la création monétaire.

Quand cette forme de régulation s’est révélée inopérante, de nouveaux types d’intervention ont été imaginées, renouant en particulier avec l’idée d’un contrôle quantitatif direct de la base monétaire indépendant du taux pratiqué, *via* le rachat massif de titres aux banques de second rang qui se voient ainsi abreuvées en monnaie centrale. Les Banques centrales reprennent ainsi dans leur bilan un certain nombre de créances des banques qui se trouvent alors renforcées face au risque d’illiquidité et susceptibles d’accorder de nouveaux prêts avec les encaisses obtenues : selon l’approche par le multiplicateur monétaire, le crédit devrait se développer en proportion de la base monétaire injectée, malgré la fixité du taux directeur qui se heurte au plancher des taux nuls.

¹ Éric Monnet, « La politique monétaire française des Trente Glorieuses », art. cit.

L'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement transforme la monnaie en marchandise payante, son prix étant supposé être le montant des intérêts. Mais paradoxalement, un prix nul (un taux zéro) ne suffit pas à augmenter la demande de monnaie : loin d'être infinie comme elle le serait si son prix se réduisait effectivement aux intérêts, elle diminue, plongeant l'économie dans la spirale déflationniste. C'est bien sûr parce que la monnaie est mise en circulation par des prêts, de sorte qu'elle doit être remboursée – à hauteur des intérêts *et du principal* – ce qui implique un risque de faillite – ce que nous avons appelé le fardeau de la dette au Chapitre I. Endosser un tel fardeau exige de la part de l'emprunteur une confiance dans sa propre solvabilité future : quand la confiance bilatérale qui sous-tend le réseau des transactions financières et économiques s'effondre, l'avenir devenant radicalement incertain, nul ne souhaite s'endetter pour investir – fut-ce par un prêt à taux nul. Jouer sur les quantités de monnaie plutôt que sur les prix suppose alors de sortir de la logique de la dette : l'assouplissement quantitatif permet d'allouer des liquidités supplémentaires aux banques sans augmenter leur niveau d'endettement, en leur rachetant des actifs plutôt qu'en leur prêtant de l'argent.

Non seulement la banque n'augmente pas son passif, mais elle réduit son exposition au risque de contrepartie en remplaçant une créance (toujours susceptible de faire l'objet d'un défaut de paiement du débiteur) par de la monnaie centrale, la liquidité ultime, soit l'actif le plus certain qui soit : la Banque centrale ne peut faire faillite, le seul risque qui pèse sur le détenteur de l'encaisse est sa dépréciation externe (risque de change) ou interne (risque d'inflation, très improbable dans ce contexte de lutte contre la baisse des prix). Le coût d'opportunité que représente la détention d'un actif non rémunéré est en outre faible en période de taux très bas et de tensions déflationnistes. En période de crise, les banques commerciales sont donc fortement incitées à se débarrasser de leurs actifs en contrepartie de nouvelles encaisses de monnaie centrale. On reviendra sur la question de savoir si cela se traduit ou non par une augmentation du crédit : contentons-nous à ce stade d'observer que les politiques non-conventionnelles répondent bel et bien à l'objectif d'augmenter la base monétaire

sans percer le plancher du taux nul. Mais pourquoi, justement, ne pas se contenter de briser ce plancher ?

Pour continuer à accommoder la contrainte de solvabilité par la politique conventionnelle de baisse des taux, comme cela fut fait par convention tout au long du régime néolibéral, les Banques centrales auraient dû entrer en territoire négatif, or la BCE ne s'y est jamais risquée en ce qui concerne ses taux directeurs¹ (seules les opérations exceptionnelles de refinancement de long terme offriront des taux négatifs à certaines conditions à partir de 2016, on y reviendra). Pendant toute la décennie 2010, cela semble exclu du champ des possibles, par convention là encore : rien n'empêche en effet de fixer des taux directeurs négatifs. C'est d'ailleurs ce que fit la Banque de Suède à partir de février 2015, en fixant son principal taux de refinancement à $-0,10\%$, avant d'aller progressivement jusqu'à $-0,50\%$ de février 2016 à octobre 2018 (et de le ramener à $-0,25\%$ en janvier 2019)², preuve que l'idée de « plancher » des taux directeurs est purement conventionnelle. Les taux inférieurs à zéro ne sont pas impossibles, mais ils constituaient selon nous un tabou pour la Fed ou la BCE, parce qu'ils rendent la monnaie partiellement gratuite : prêter 100 millions d'euros à -1% revient par exemple à prêter 99 millions à taux nul et à *donner* purement et simplement 1 million à l'emprunteur. C'est donc une manière de subventionner les banques, soit une forme de *helicopter money*, de monnaie gratuite, tombée du ciel. Touchant au cœur de l'encastrement de la monnaie dans le rapport d'endettement, soit à sa transformation en marchandise, l'idée de taux de refinancement négatif constitue un tabou en régime capitaliste.

Dès lors, les politiques d'assouplissement quantitatif permettent de produire le même effet qu'un taux négatif sans briser le tabou : certes, en substituant l'achat d'actifs au prêt (donc l'échange marchand au rapport d'endettement), elles mettent en

¹ Nous parlons ici du taux de refinancement et du taux de la facilité de prêt marginal : le taux de rémunération des dépôts des banques à la BCE est pour sa part entré en territoire négatif en 2014 (on y reviendra), mais c'est une toute autre problématique puisqu'il ne s'agit pas du taux auquel la Banque centrale accorde des prêts.

² Jézabel Coupey-Soubeyran et Fabien Tripier, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », CEPII éd., *L'économie mondiale 2020*, Paris, La Découverte, 2019, p. 89 à 103.

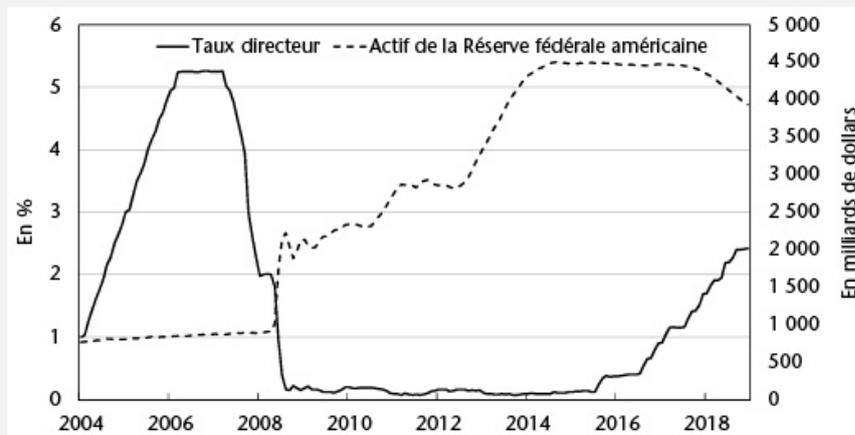
circulation de la monnaie centrale sans créer de dette supplémentaire, comme on l'a dit, mais les banques n'obtiennent pas la monnaie sans contrepartie – la contrepartie étant la cession d'un titre, plutôt qu'une promesse de remboursement – de sorte que la monnaie n'est pas gratuite. Même l'encastrement de la création monétaire dans la dette n'est pas véritablement rompu : certes, l'assouplissement quantitatif ne nécessite pas d'augmenter la dette des banques de second rang envers la Banque centrale, mais, outre le fait que l'injection de monnaie centrale vise à encourager l'essor du crédit (la monnaie ne parvenant jusqu'aux agents non-financiers que par la dette), l'échange marchand dont il est ici question se déploie bien sûr sur un rapport d'endettement préalable, puisque les actifs que les banques cèdent à la Banque centrale sont des titres de créance. La logique de la dette, qui aurait été remise en cause par des taux négatifs introduisant une part de gratuité dans la mise en circulation de la monnaie, est donc préservée par l'instrument quantitatif, tout en produisant les mêmes effets.

Le bilan de la Fed a ainsi été multiplié par cinq entre fin 2008 et fin 2014 (passant d'environ 800 à plus de 4 000 milliards de dollars), ce qui produit un effet équivalent à une baisse du taux de refinancement jusqu'à – 3 %. C'est du moins ce à quoi conduit le calcul d'un taux virtuel (*shadow rate*) à partir de la courbe des taux selon Jing Cynthia Wu et Fan Dora Xia¹ : à partir de la relation entre taux courts et taux longs en période normale, les auteurs déduisent des taux longs en vigueur depuis la crise ce qu'auraient été les taux courts s'ils n'avaient pas été contraints par le plancher des taux nuls, et concluent qu'ils auraient atteint – 3 % en mai 2014 dans le cas des États-Unis. On peut ainsi traduire en équivalent de variation de taux l'accroissement du bilan de la Fed. Cette traduction fait sens, puisqu'il s'agit de deux instruments au service des mêmes objectifs de politique monétaire (qui n'ont pas été officiellement modifiés). Il y a bien substitution de la politique quantitative à la politique de taux, comme le montre le graphique ci-dessous² :

¹ Jing Cynthia Wu et Fan Dora Xia, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, 2016, vol. 48, n° 2-3, p. 253 à 291.

² Jézabel Coupey-Soubeyran et Fabien Tripier, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », art. cit.

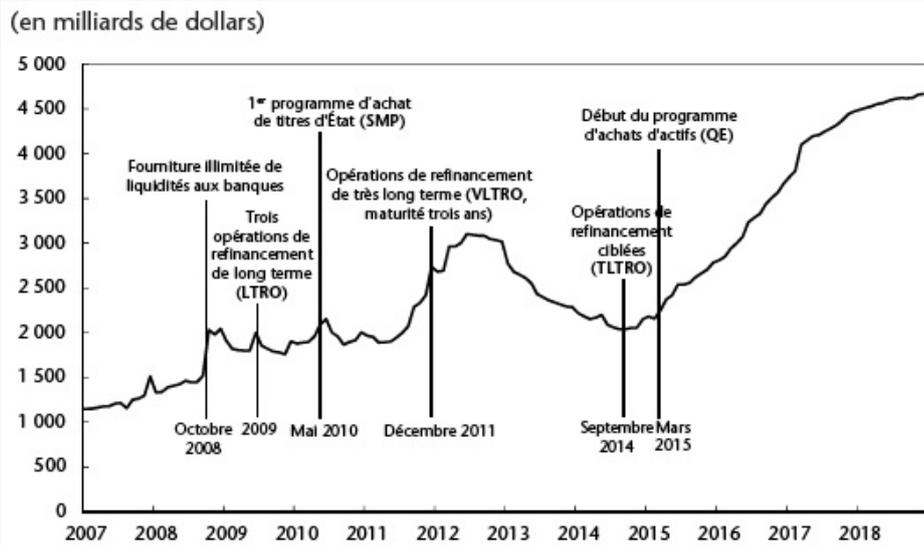
TAUX DIRECTEUR ET TAILLE DU BILAN DE LA BANQUE CENTRALE : L'UN SUPPLÉE L'AUTRE



— Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED.

Les politiques dites d'assouplissement quantitatif avaient déjà été mises en œuvre avant la crise des *subprimes* par la Banque du Japon, entre 2001 et 2006, pour tenter de sortir le pays de la trappe à liquidité dans laquelle les tensions déflationnistes l'avaient placé au cours de la « Décennie perdue » (les années 1990). Ces politiques se généraliseront à l'ensemble des pays développés après 2008 : outre la Banque du Japon qui les réactivera, la Federal Reserve, la Banque Centrale Européenne et la Banque d'Angleterre y recourront également, à des rythmes différents. Après avoir abaissé son taux directeur à partir de septembre 2007 (pour atteindre le plancher le 16 décembre 2008, avec une fourchette-cible du taux d'intérêt des fonds fédéraux entre 0 et 0,25 %), la Fed a initié le fameux *quantitative easing* (QE) dès novembre 2008, tandis que la BCE, qui avait mis plus d'un an à réduire également son taux directeur (en octobre 2008), n'adopte l'assouplissement quantitatif qu'en 2015, amorçant un doublement de son bilan comme le montre le graphique suivant (*ibid.*) :

ÉVOLUTION DU BILAN DE L'EUROSISTÈME



— Source : calculs des auteurs à partir de BCE, Internal liquidity management dataset.

Entre-temps, la BCE avait toutefois déployé une autre politique non-conventionnelle : outre l'ouverture illimitée du refinancement classique, elle a conçu en 2009 un programme de prêts de long terme (deux ans) ouvert aux banques sans limite de montant, les *Long term refinancing operations* (LTRO), afin de surmonter la crise de liquidité du secteur bancaire. Mais une autre menace est venue frapper la zone euro dès 2010 : la crise des dettes souveraines, qui se traduit immédiatement en crise bancaire et financière puisque les banques européennes se révèlent soudain exposées à un risque de contrepartie jusque-là sous-estimé sur la dette grecque, puis espagnole ou portugaise. Afin de sauver les Etats surendettés et, par-là, la solvabilité des créanciers (les banques qui créent et font exister la monnaie) et la stabilité des marchés financiers, la BCE met en œuvre en mai 2010 un premier programme de rachat d'actifs : le *Securities Markets Program*, adopté contre l'avis de la Bundesbank allemande en rupture avec la règle tacite de la décision par consensus et de la non-divulgence des opinions minoritaires qui prévalait jusque-là. Ce programme reste cependant d'ampleur limitée (210 milliards d'euros en un peu plus de deux ans) et s'accompagne de dispositifs de stérilisation, c'est-à-dire de compensation de son effet à la hausse sur la masse

monétaire, en vue de prévenir toute dérive inflationniste (préoccupation dont l'avenir révélera le caractère entièrement anachronique).

La BCE se débat alors (ou du moins croit devoir se débattre) avec une contradiction fondamentale entre ses objectifs de stabilité monétaire et de stabilité financière : du fait de l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement, restaurer la solvabilité des débiteurs en assumant son rôle de prêteur en dernier ressort (ou plus exactement, ici, d'acheteur de créances en dernier ressort, afin de faire chuter le taux d'intérêt exigé par les marchés) revient pour la Banque centrale à créer de la monnaie, au risque de provoquer de l'inflation. En réalité, c'est au contraire le risque déflationniste qui menace alors la zone euro, sans que cette politique ne l'écarte, ni même n'atteigne son propre objectif, puisque le risque financier persiste. Dès l'arrivée de Mario Draghi à la tête de la BCE, le SMP adopté sous la présidence de Jean-Claude Trichet est remplacé par un autre programme : les *Outright Monetary Transactions* (ou Opérations Monétaires sur Titre, OMT), soit la promesse d'un rachat illimité par la BCE des titres souverains d'un Etat-membre subissant une attaque spéculative sur les marchés. Ce nouveau dispositif met fin à la crise des dettes souveraines *sur le marché obligataire*¹. Bien qu'il se caractérise par sa non-mise en œuvre (la seule existence de ce programme suffit en théorie à rassurer les marchés et à éviter les conditions qui rendent nécessaire son application, comme une arme de dissuasion massive), l'OMT a fait l'objet en Allemagne d'un procès pour inconstitutionnalité en tant qu'il masquerait un financement illégal des Etats par la Banque centrale : bien que la justice ne l'ait pas invalidé, ce dispositif a donc lui aussi été l'objet d'une violente lutte institutionnelle.

Outre la peur de l'inflation, c'est le risque d'une incitation au surendettement qui inquiète les opposants. Il en va d'ailleurs de même pour les programmes d'assouplissement quantitatif déployés à partir de 2015. Les autorités monétaires sont tiraillées entre la nécessité de sauver les débiteurs, en les refinançant coûte que coûte pour ne pas que le système financier s'effondre, et le danger que représente un

¹ Ce qui ne signifie bien sûr pas la fin des difficultés pour la Grèce à propos de sa dette hors marché, détenue par la « troïka », avec un paroxysme de la crise à l'été 2015, comme on l'a vu dans l'Annexe du Chapitre I (p. 59).

accroissement de leur endettement – inévitable tant que la Banque centrale n’injecte des liquidités que par la dette (en dehors de l’achat d’or et de devises) et ne peut donc sauver un agent, qu’il soit bancaire ou étatique, qu’en augmentant le fardeau de sa dette. Dans une économie reposant sur un endettement sans cesse croissant, la limite de solvabilité des agents est donc une contrainte difficile à accommoder. Notons d’ailleurs que c’est en réalité la solvabilité des créanciers plutôt que celle des débiteurs qu’il s’agit de préserver coûte que coûte à travers toutes les politiques monétaires néolibérales, qu’elles soient conventionnelles ou non conventionnelles : comme la baisse continue des taux d’intérêt en régime, l’octroi de prêts de long terme ou le rachat de titres en période de crise vise avant tout la prévention des faillites bancaires à risque systémique et la résurgence de la crise financière. Les politiques non conventionnelles passent en effet par du *quantitative easing* (assouplissement quantitatif) mais aussi du *qualitative easing* (assouplissement qualitatif) modifiant non pas seulement la taille, mais aussi « la composition du bilan de la banque centrale, par des achats de titres dégradés en échange de titres de meilleure qualité, dans le but d’assainir les marchés de titres »¹.

Une telle politique risque cependant de transformer la Banque centrale en banque de défaisance accumulant les actifs toxiques, une « Bad Central Bank » susceptible d’enregistrer de fortes pertes pour préserver les acteurs privés. Outre le risque d’aléa moral qu’une telle socialisation des pertes génère (les banques commerciales étant incitées à prendre des risques excessifs puisqu’elles pourront s’en défaire ensuite), le déséquilibre que des défauts de paiement induirait dans le bilan de la Banque centrale n’est pas sans poser problème : certes, il est difficilement concevable que l’institution d’émission puisse rencontrer un problème de solvabilité puisqu’elle crée la monnaie, mais le traitement comptable du non-paiement des dettes n’en demeure pas moins problématique. Au début des années 2010, certains économistes comme Gaël Giraud² craignaient qu’un défaut de paiement d’un pays du Sud

¹ Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », art. cit.

² Gaël Giraud, « Vers le "krach" des dettes publiques », *Revue Projet*, 2011, vol. 4, n° 323, p. 79 à 86, <https://www.cairn.info/revue-projet-2011-4-page-79.htm>, p.86 : « Les capitaux propres de la BCE (environ 75 milliards d’euros) sont abondés par les États. En quittant son poste de président, Jean-Claude

(notamment la Grèce) ne crée pour la BCE des pertes qui obligerait ses actionnaires, dont la France et l'Allemagne, à la recapitaliser au détriment de leurs propres finances publiques¹, provoquant alors un transfert massif de dette publique de la périphérie au centre de la zone euro... Dans cette optique, le rôle de prêteur en dernier ressort de la BCE risquait de devenir le vecteur de la ruine de la zone euro, soit exactement ce qu'une telle politique cherchait à éviter.

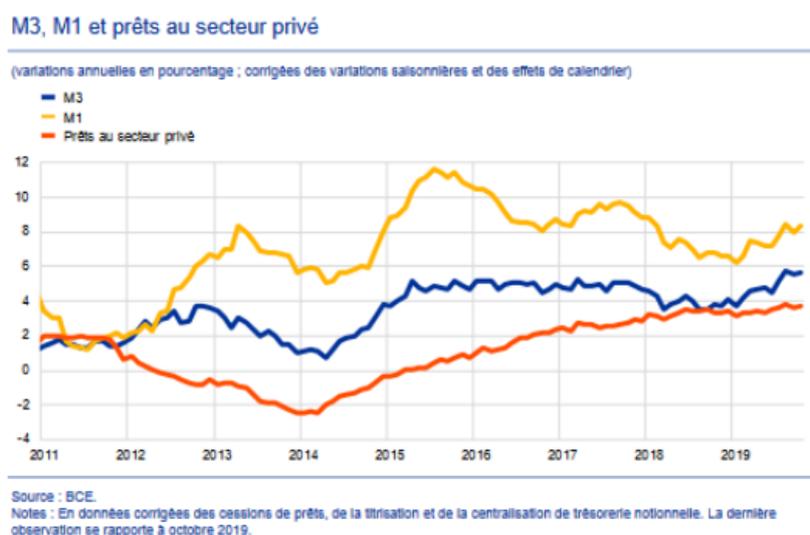
Si la crise du marché des dettes souveraines fut résolue en 2012 (notamment par le programme OMT, comme on l'a dit), le risque de faillite du système bancaire a pour sa part persisté, nécessitant le maintien des politiques non conventionnelles, qui aident en outre les États à financer leur déficit à faible taux. Ces politiques ne permirent pas à la BCE d'atteindre sa cible d'inflation : en effet, selon les données de la Banque mondiale, l'inflation en zone euro, qui était de 2,5 % en moyenne entre 1998 et 2008, n'est plus que de 1,3 % entre 2009 et 2019. L'arsenal d'outils non-conventionnels déployés sur cette période est pourtant impressionnant.

Lancé en 2009 et renouvelé deux fois, le programme des LTRO fut remplacé fin 2011 par celui des *Very long term refinancing operations* (VLTRO) avec une maturité

Trichet pourrait laisser la Banque centrale au bord de la faillite. Si la Grèce décidait une décote de 50 % sur sa dette, la BCE, qui détient au moins 150 milliards d'euros de cette dette, perdrait l'équivalent de ses capitaux propres. Ce serait aux États de la zone euro de la renflouer ». Voir aussi Gaël Giraud, « Crise de l'euro : qui va payer ? », *Revue Projet*, 2012, vol.5, n°330, p. 79 à 87, p. 83, <https://www.cairn.info/revue-projet-2012-5-page-79.htm>, où l'auteur qualifie la BCE de « *bad bank* ». Cinq ans après l'article de 2011, l'économiste évoque toujours ce sujet, par exemple dans Gaël Giraud, « Finance post-Brexit : vous pensiez que le diable habitait à la City, vous allez découvrir qu'il était surtout installé en France et en Allemagne... », *Atlantico*, 29/07/2016, <https://www.atlantico.fr/decryptage/2764305/finance-post-brexit-vous-pensiez-que-le-diable-habitait-a-la-city-vous-allez-decouvrir-qu-il-etait-surtout-installe-en-france-et-en-allemande-gael-giraud> : « Si la Banque Centrale de Francfort enregistre des pertes, d'après les Traités européens, les États de la zone euro sont contraints de la recapitaliser. »

¹ L'auteur a cependant évolué sur la question : « L'argument selon lequel les États devraient recapitaliser leurs banques centrales en cas de pertes trop élevées de celles-ci ne résiste pas [...] à l'analyse. [...] Le protocole n°4 portant sur les statuts du système européen de la banque centrale (SEBC) et de la BCE dit clairement que des pertes éventuelles de la BCE seraient d'abord épongées sur son fonds de réserve puis en réduisant la part reversée aux banques centrales nationales et enfin, si ces pertes étaient vraiment énormes, en piochant dans le capital alloué aux banques centrales nationales. Par ailleurs, l'article 28.2 du même protocole stipule que « les banques centrales nationales sont seules autorisées à souscrire et à détenir le capital de la BCE ». Autrement dit, même s'ils le voulaient, les États n'auraient pas le droit de recapitaliser légalement la BCE, ce qui peut par ailleurs poser question quant à la résilience de la zone euro. » « Comment financer une politique ambitieuse de reconstruction écologique ? », Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne et Pierre Gilbert, Note pour l'Institut Rousseau, 25/02/2020, p. 16 (https://www.institutrousseau.fr/comment-financer-une-politique-ambitieuse-de-reconstruction-ecologique/#_ftnref49, consulté le 12/10/2020).

allongée à trois ans : entre décembre 2011 et février 2012, la BCE a ainsi prêté à un peu plus de 800 banques environ 1 100 milliards d’euros à trois ans au taux d’intérêt de 1 %. L’inflation étant de 2,5 % en 2012¹ (avant de s’effondrer à nouveau), il s’agit alors d’un taux d’intérêt réel négatif – qui ne brise cependant pas le tabou du taux nominal négatif. Cela ne suffira cependant pas à satisfaire les objectifs de la BCE : comme le montre le graphique suivant², la chute des prêts au secteur privé entraîne une chute de M1 et M3.



Cette chute parallèle des crédits et de la masse monétaire, parfaite illustration des dangers d’un mode d’émission endogène, se poursuit jusqu’en 2014, année où les VLTRO sont remplacés par les TLTRO (*Targeted long term refinancing operations*) ciblés et dont la maturité était étendue à quatre ans... ce qui n’empêcha pas la nécessité de recourir au *quantitative easing* six mois plus tard. L’introduction du ciblage dans les prêts de longs termes révèle un problème majeur de la politique monétaire : les liquidités injectées par la Banque centrale dans le système bancaire *via* ses instruments non conventionnels sont thésaurisées par les banques de second rang, au lieu de nourrir l’essor du crédit – de sorte que pour éviter l’aggravation du *credit crunch*, la BCE a dû conditionner l’accès au nouveau programme LTRO à l’obligation pour les banques de re-prêter l’argent qu’elles obtiennent. La même année, un autre instrument non-

¹ BCE, *Rapport annuel 2012*, paru en 2013, p. 7.

² *Bulletin économique de la BCE*, n° 8, 2019, Evolutions économiques et monétaires, Graphique 18 p. 32.

conventionnel est mobilisé pour résoudre le même problème : l'entrée en territoire négatif (- 0,10 %) du taux de rémunération de la facilité de dépôt des banques commerciales à la Banque centrale, décidé en juin 2014 en même temps que les TLTRO. Il ne s'agit pas pour la BCE de prêter de l'argent à taux négatif (ce qui constitue encore un tabou) mais de taxer leur épargne pour obliger les banques à l'investir (la monnaie centrale devenant en quelque sorte une monnaie fondante).

Ces mesures se révèlent toutefois insuffisante, et les politiques non-conventionnelles poursuivent leur fuite en avant. En mars 2016, le taux de rémunération des dépôts est abaissé à - 0,40 %. En juin, une deuxième série d'opérations ciblées de refinancement à quatre ans (TLTRO II) est lancée, qui élargit le volume des prêts (entre septembre 2014 et mars 2017, l'encours total des TLTRO s'élève à 739 milliards d'euros de prêts). Surtout, ce programme signe l'introduction des prêts à taux nominaux négatifs de la BCE aux banques commerciales : le coût des emprunts est calculé au moment du remboursement, variant entre le *taux de refinancement* de la BCE (maintenu à 0 %) pour les banques n'ayant pas augmenté leur volume de prêts (sans qu'elles en soient pénalisées, contrairement à ce qui prévalait dans le TLTRO I) et le taux de dépôt (négatif depuis le mois de mars) pour les banques qui l'auront augmenté d'au moins 2,5 % pendant une période de référence de deux ans. Ces calculs complexes masquent le fait que la BCE a bel et bien commencé à subventionner les banques, discrètement et à titre provisoire, *via* le programme TLTRO II, même si le taux des opérations principales de refinancement demeure nul, préservant en apparence le tabou des taux nominaux négatifs. Le programme d'assouplissement quantitatif se poursuit également : il est élargi à l'achat d'obligations d'entreprises et continue de monter en puissance (pour atteindre un total de 2 570 milliards d'euros d'actifs achetés fin décembre 2018). Le 7 mars 2019, un troisième programme de prêts de long terme ciblés (TLTRO III) est lancé, offrant toujours des taux négatifs – d'autant plus qu'ils sont calculés sur la base du taux de la facilité de dépôt, qui s'enfoncera encore davantage en territoire négatif. En septembre de la même année, ce dernier passe en effet à - 0,50 %.

Ce taux de rémunération négatif se heurte pourtant à une contradiction : il érode la rentabilité des banques, qui ne trouvent pas d'emploi rentable à leur épargne, ont

encore un grand nombre de créances douteuses dans leurs bilans¹, et font toujours face à un risque d'illiquidité. La BCE décide donc qu'une partie des liquidités excédentaires détenues par les banques sera exonérée du taux négatif de la facilité de dépôt : prisonnière de la contrainte de solvabilité d'un système financier perpétuellement au bord de l'effondrement, l'institution d'émission se débat donc dans les contradictions de sa propre politique qui, malgré toutes les innovations non-conventionnelles qu'elle déploie, semble poser autant de problème qu'elle en résout, sans véritable perspective de retour à la normale.

II/ L'impossible sortie de crise ?

1) *La normalisation en butte avec des objectifs contradictoires*

Après sept années de politiques monétaires non-conventionnelles, la Fed s'engage dans une trajectoire de normalisation progressive à partir de 2015, mais cela ne se passe pas sans difficulté. Le taux directeur américain, fixé au plancher dès décembre 2008, connaît un premier relèvement en décembre 2015, de [0-0,25 %] à [0,25-0,50 %], pour finir à [2,25-2,50 %] après neuf remontées successives (une fin 2016, quatre l'année suivante, et de nouveau quatre en 2018), ce qui équivaut à un resserrement de l'ordre de 5 points de pourcentage si l'on tient traduit en taux l'effet des mesures quantitatives compensant la contrainte du taux nul, comme nous l'avons vu². Cette normalisation ne tiendra toutefois pas longtemps : après trois ans d'efforts, le resserrement est interrompu dès les premières réunions du *Federal Open Market Committee* (FOMC) en 2019, et dès le 31 juillet 2019, la Fed décide d'inverser la tendance et de baisser à nouveau son taux directeur de vingt-cinq points de base. Cela ne suffisant pas, l'institution réitère dès le mois de septembre, puis de nouveau le 30 octobre (le taux évoluant dès lors dans la fourchette [1,50-1,75 %]). La crise sanitaire du coronavirus mettra fin à tout espoir de retour à la normale, provoquant une chute

¹ Selon l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, la part des prêts non performants en 2018 représentent 5,9 % des prêts aux PME (soit 35 milliards d'euros), 3,4 % des prêts aux grandes entreprises (30 milliards d'euros) et 3,2 % des prêts aux ménages (57 milliards). ACPR, *Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2017, 2018*, p. 9.

² Jing Cynthia Wu et Fan Dora Xia, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », art. cit.

brutale d'un point et demi de pourcentage en deux semaines : le taux est en effet abaissé à [1-1,25 %] le 3 mars 2020, puis retourne au plancher [0-0,25 %] dès le 15 mars. L'objectif de politique monétaire était manifestement encore plus ambitieux mais s'est une nouvelle fois heurté à la contrainte du taux nul, puisque la Fed renoue également à cette occasion avec le *quantitative easing*, prévoyant le rachat au cours des mois suivants de 500 milliards de dollars de titres du Trésor à moyen et long terme, et 200 milliards d'obligations gagées sur des prêts immobiliers (eux-mêmes garantis par l'État fédéral).

Les trois programmes successifs d'assouplissement quantitatifs étaient pourtant terminés et la Fed ne recourait plus à cet instrument depuis cinq ans – n'y renonçant qu'après avoir longuement préparé les esprits, par un travail de communication engagé dès 2011. Rappelons en effet qu'amorçés en 2008 et intensifiés à partir de 2013, les achats d'actifs avaient été stabilisés début 2015, leur non-renouvellement amorçant une réduction du bilan de la Fed fin 2017 à mesure que les créances arrivaient à maturité. La *Federal Reserve* était du reste bien plus avancée dans la normalisation de sa politique monétaire que ne l'étaient la *Bank of England*, la *Bank of Japan* ou la Banque Centrale Européenne. En 2019 (soit onze ans après la crise des *subprimes* et un an avant celle du coronavirus), cette dernière maintient son taux de refinancement à 0 %, arrête son programme de QE (après une décélération très progressive¹) tout en renouvelant les titres arrivés à maturité, et annonce le 7 mars 2019 le lancement du TLTRO III – dont les conditions seront d'ailleurs assouplies les 12 mars et 30 avril 2020, du fait de la crise sanitaire.

La pandémie mondiale de 2020 semble accentuer la fuite en avant de la BCE. En effet, bien que le recul historique manque encore pour analyser l'évolution de sa politique monétaire face à cette crise qui est toujours en cours (et dont les ressorts sont très particuliers car liés à un choc exogène), la direction prise est pour l'heure celle d'une

¹ Le rythme d'*augmentation* du bilan de l'Eurosystème avait décru depuis près de deux ans : les achats nets de titres, qui étaient de 60 milliards d'euros par mois de mars 2015 à mars 2016, puis de 80 milliards d'avril 2016 à mars 2017, étant redescendus à 60 milliards d'avril à décembre 2017, pour passer à 30 milliards de janvier à septembre 2018, puis à 15 milliards au cours du dernier trimestre 2018. En décembre 2019, la BCE annonce la fin des achats nets d'actifs, mais garantit le maintien de son stock de 2 600 milliards d'euros d'obligations d'Etats et d'entreprises.

poursuite des outils non-conventionnels. Un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (le PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*) prévoyant le rachat de 750 milliards d'euros d'obligations publiques et privées est mis en place en mars 2020, et augmenté de 600 milliards en juin¹, tandis que les achats nets de titres du programme classique (*Asset Purchase Programme, APP*), qui auraient dû s'arrêter, continuent à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, auxquels s'ajoutent une enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards jusqu'à la fin de l'année². Du côté des programmes de prêts de long terme, outre l'assouplissement des conditions du TLTRO III, des opérations de refinancement d'urgence (les *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO*) sont déployées de mai à décembre en sept séries successives de prêts d'échéances de plus en plus courtes (de seize à huit mois). Comme les TLTRO II et III, les PELTRO offrent un taux négatif : même si le tabou n'est pas brisé pour les opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operations, MRO*, dont le taux reste à 0 %) et la facilité de prêt marginal (dont le taux demeure à 0,25 %) ³, le taux d'intérêt appliqué aux PELTRO correspond au taux moyen des MRO diminué de 25 points de base, soit -0,25 %⁴. En outre, cette nouvelle forme de LTRO marque un retour aux opérations de refinancement *non ciblées*, signe que la BCE est toujours prise dans les contradictions de l'argent-dette (accorder des prêts non ciblés qui ne se traduiront pas par des crédits à l'économie, ou conditionner ces prêts au risque de provoquer des faillites).

Le coronavirus a donc eu raison de tout espoir de normalisation, mais la BCE n'avait de toute façon pas renoncé à ses outils non conventionnels avant la crise sanitaire – que ce soit la politique de taux nuls ou négatifs, les programmes de refinancement de long terme ou l'assouplissement quantitatif (tout juste stoppé, mais

¹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>, consulté le 12/10/2020.

² Alors même que l'ancien Président de la BCE, Jean-Claude Trichet, déclarait en septembre 2019 que « si le QE est éternel, alors la situation est dramatique » (« La BCE est-elle dans l'impasse ? », émission *Ecorama* du 16 septembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com).

³ Communiqué de presse du 10 septembre 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200910~f4a8da495e.fr.html>, consulté le 12/10/2020.

⁴ <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/cadre-operationnel-de-la-politique-monetaire/les-mesures-non-conventionnelles/tltro>, consulté le 12/10/2020.

sans réduction du bilan). Si la Fed avait pour sa part engagé une véritable trajectoire de normalisation (certes inaboutie), cela n'avait pas été sans rencontrer de réelles difficultés, y compris avant ses premiers reculs de 2019 et la catastrophe de 2020. Le 22 mai 2013, par exemple, l'évocation par Ben Bernanke de la fin du QE avaient provoqué un brusque reflux vers les Etats-Unis des capitaux des pays émergents¹ : la Fed a dû apprendre à gérer ce risque de *sudden-stop* très déstabilisant pour les marchés financiers et l'équilibre du régime de croissance, car leur libre circulation incite les capitaux à rechercher les taux d'intérêts élevés quitte à se désinvestir soudainement et massivement de pays dont ils soutenaient le dynamisme. La stabilité des marchés financiers est au cœur des préoccupations des Banques centrales, comme on l'a dit, or la gestion du taux d'intérêt est à cet égard prisonnière d'une contradiction fondamentale de la monnaie endogène en régime de finance dérèglementée. D'un côté, le maintien de taux bas, voire nuls, et de politiques non-conventionnelles sur longue durée contribue à alimenter les marchés en liquidités surabondantes, au risque de nourrir des bulles spéculatives, donc de préparer la prochaine crise financière² (face à laquelle la Banque centrale risque du reste de se retrouver démunie si ses taux sont déjà au plancher et qu'elle a déjà déployé tout son arsenal). Mais d'un autre côté, la remontée des taux ou l'arrêt du QE ou des LTRO risque justement de faire éclater ces bulles, provoquant l'instabilité que l'on cherche à éviter³.

Un évènement est à cet égard particulièrement révélateur : le mini-krach boursier intervenu début février 2018. Le marché des actions connaissait alors une bulle⁴ nourrie par l'abondance des liquidités à faible taux, mais la simple crainte d'une

¹ Jézabel Couppéy-Soubeyran et Fabien Tripié, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », art. cit.

² Même une remontée trop lente des taux peut avoir cet effet (Tobias Adrian et Fabio Natalucci, « Weak spots in global financial system could amplify shocks », IMF Blog, 10 avril 2019).

³ Il en va de même pour la politique prudentielle : la dérèglementation bancaire et financière est largement à l'origine de la crise, mais la mise en place d'une réglementation plus restrictive en période de crise a un effet pro-cyclique, empêchant donc le législateur de s'attaquer à une des racines essentielles d'un mal dès lors voué à resurgir.

⁴ Au 1^{er} décembre 2017, l'indice de Shiller (qui mesure l'écart entre la production des entreprises et la valeur de leurs actions) était de 32, comme lors du déclenchement du krach de 1929, soit le double de la valeur moyenne de cet indice sur 100 ans.

hypothétique remontée des taux directeurs a créé une véritable panique financière¹. Le vendredi 2 février au matin, le département du travail américain annonce que 200 000 emplois ont été créés en janvier aux Etats-Unis, et que les salaires ont augmenté de 2,9 % sur un an (contre 2,5 % auparavant). Loin d'être une donnée fiscale incontestable, cette statistique est en réalité issue d'un simple sondage auprès des entreprises américaines (qui ne tient d'ailleurs pas compte des gains de productivité), mais il n'en faut pas plus pour déclencher un mécanisme de crise : la simple perception de hausse des salaires suffit à rehausser (malgré la baisse du prix du pétrole) les anticipations d'inflation des acteurs de marché, qui en déduisent un probable resserrement monétaire brutal en réaction², donc une chute des cours de bourse. Cette anticipation est bien sûr auto-réalisatrice : Wall Street perd 4,5 % en une journée le lundi 5 février (ce qui constitue la plus forte chute en six ans), puis de nouveau 4 % le jeudi 8, quand la Banque d'Angleterre annonce que la hausse de taux amorcée en novembre pourrait être plus forte et avoir lieu plus tôt que prévu pour ramener l'inflation autour de 2 %. Cette simple annonce (sans remontée effective du taux britannique, qui demeure alors à 0,5 %) provoque une hausse du taux à dix ans sur les bons du Trésor américains (2,85 % le jeudi 8 février au soir³) et relance la chute des actions. Au total, la bourse de New York a perdu 10,3 % sur son record du 26 janvier (on parle alors de « correction de marché »).

¹ Nous nous fondons dans les paragraphes suivants sur des données issues d'une revue de presse sur l'évolution au jour le jour des cours de marché. Voir par exemple (liens consultés le 29/08/2020) : « Affolement à Wall Street... le Dow Jones perd plus de 1.500 points », *La Tribune*, 06/02/2018 (<https://www.latribune.fr/bourse/affolement-a-wall-street-le-dow-jones-perd-plus-de-1-500-points-767404.html>) ; Étienne Goetz, « Bourse : 3 graphiques pour mesurer la violence de la correction », *Les Echos*, 06/02/2018 (<https://www.lesechos.fr/2018/02/bourse-3-graphiques-pour-mesurer-la-violence-de-la-correction-983723>) et « Le VIX, l'indice de la peur, sur le banc des accusés », *Les Echos*, 09/02/2018 (<https://www.lesechos.fr/2018/02/le-vix-l-indice-de-la-peur-sur-le-banc-des-accuses-984090>) ; Olivier Passet, « Vers une hausse des taux et un vrai krach boursier ? », émission *Le décryptage éco* de Xerfi Canal, 08/02/2018 ; Pierrick Fay, « Bourses mondiales : les leçons d'une semaine noire », *Les Echos*, 09/02/2018 (<https://www.lesechos.fr/2018/02/bourses-mondiales-les-lecons-dune-semaine-noire-984100>) ; Guillaume Maujean, « Bourse : la chute peut-elle dégénérer en krach ? », *Les Echos*, 09/02/2018 (<https://www.lesechos.fr/2018/02/bourse-la-chute-peut-elle-degenerer-en-krach-984070>) ; « Wall Street s'enfoncé à nouveau dans le rouge », AFP Infos Economiques, 09/02/2018 ; Isabelle Chaperon et Arnaud Leparmentier, « Wall Street connaît une « correction » supérieure à 10 % », *Le Monde*, 08/02/2018 (mis à jour le 09/02, https://www.lemonde.fr/bourse/article/2018/02/08/les-bourses-de-paris-londres-et-francfort-baissent-une-nouvelle-fois-avant-la-fermeture_5253945_1764778.html).

² La Fed est d'ores et déjà engagée dans sa politique de remontée progressive des taux, et s'apprête à changer de président (Jerome Powell prêtant sermon le lundi 5 février), ce qui accroît l'incertitude.

³ Ce taux était de 2,05 % début septembre 2017.

Les autres bourses suivent : au Japon par exemple, la bourse de Tokyo a chuté de 8,13 % sur la semaine. Au total, près de 6 000 milliards de dollars de valorisation boursière se sont évaporés en une semaine à l'échelle mondiale¹.

Selon la BRI, la chute des cours est notamment amplifiée par les robots de trading (dont la logique de *momentum* accélère toute tendance de marché). Beaucoup d'analystes de marché pointent en particulier la grande responsabilité de la spéculation sur la volatilité de la part de certains *ETF*² détenant massivement du SVXY (short VIX), c'est-à-dire « shortant » (pariant contre) la volatilité mesurée par le VIX (l'indice de volatilité sur les actions américaines du S&P 500, calculé et publié par le Chicago Board Options Exchange). Ce produit a perdu 80 % de sa valeur en séance puis 96 % après clôture : ceux qui pariaient sur l'absence de volatilité ont perdu des milliards du fait d'un retour de volatilité atteignant des sommets³. Ce point est intéressant parce que l'absence quasi-totale de volatilité des actions avant le mini-krach est l'indice d'un aveuglement au risque des marchés : la chute de la volatilité est d'ailleurs un indicateur possible des crises financières à venir, qui se caractérisent par une remontée en flèche du taux de variation du cours des actifs. On observe donc que des mécanismes proprement financiers jouent dans cet épisode, mais ceux-ci ne doivent pas masquer que l'élément déclencheur relève de la politique monétaire : c'est la peur d'une possible remontée des taux, fondée sur un simple sondage sur la hausse des salaires, qui a provoqué la défiance performative des agents.

Le phénomène s'est limité à une simple correction de marché (ce qui n'est somme toute pas étonnant dans un contexte de politiques non-conventionnelles toujours largement en vigueur), mais il révèle que le spectre d'une nouvelle crise

¹ Pierrick Fay, « Bourse: 6.000 milliards de dollars partis en fumée », *Les Echos*, 9 février 2018 (<https://www.lesechos.fr/2018/02/bourse-6000-milliards-de-dollars-partis-en-fumee-984066>, consulté le 29/08/2020).

² *Exchange-Traded Fund*, des fonds indiciels dont les paniers de valeurs négociés en bourse comme des titres individuels répliquent un certain indice (pratique qui réduit fortement les coûts de gestion, mais accroît la dimension mimétique en médiation interne du marché).

³ Alors qu'il stagnait depuis des mois autour de 10 % (record historique à la baisse), le VIX a en effet connu la plus forte hausse journalière de toute son histoire le lundi 5 février (d'après les données remontant à 1990), gagnant 125 % en quelques heures pour atteindre les 38,8 %. Après une accalmie, il monte de nouveau jusqu'à 50,3 % (seuil très élevé, même s'il reste inférieur au pic de 2008, proche de 80 %), avant de redescendre à un niveau légèrement supérieur à 15 % dans les jours qui suivent le mini-krach.

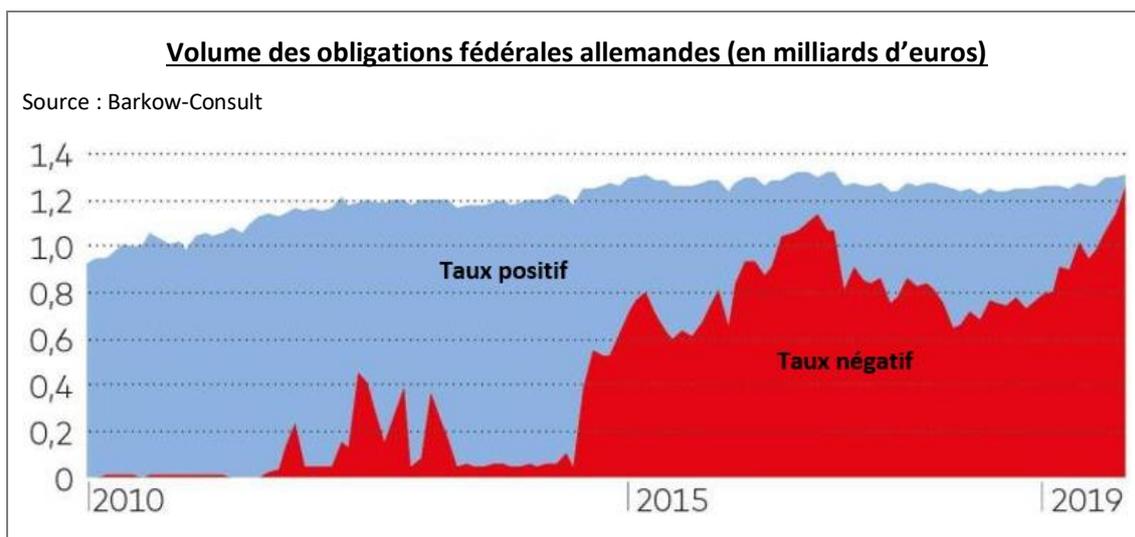
d'ampleur systémique, comme celle de 2008, plane encore sur la sphère financière et rend très périlleuse la tentative de normalisation de la politique monétaire à laquelle les Banques centrales tentent alors de se livrer. Huit mois après ce mini-krach, les marchés américains accusent une baisse brutale (quoi que bien moins importante que la correction de février) survenue cette fois après une hausse effective des taux : le 10 octobre 2018, le Dow Jones perd 3,15 % en une journée, le S&P-500 3,29 % et le Nasdaq Composite recule de plus de 4 %, inspirant au Président Donald Trump ce commentaire lapidaire : « La Fed est devenue dingue »¹. Comme nous l'avons vu, la Fed abandonne dès le début 2019 sa tentative de normalisation, et renouera avec les baisses de taux avant même la crise sanitaire. Les marchés financiers semblent donc vivre désormais entièrement sous perfusion, dépendant de l'injection permanente de nouvelles liquidités de la part des Banques centrales : si l'appareil institutionnel des marchés financiers déréglementés n'a pas été démantelé malgré la crise de 2008, et continue d'occuper formellement une place centrale dans le capitalisme contemporain, il ne fonctionne plus que sous assistance publique permanente, ce qui ne l'empêche pas de paraître atteindre ses limites. C'est du moins ce que semble suggérer un phénomène étrange apparu au cours des années 2010 : l'avènement des taux d'intérêt négatifs – non pas dans les taux de refinancement des Banques centrales, mais dans les prêts aux Etats librement consentis par les acteurs de marché.

2) *Les taux négatifs, aboutissement du mode de régulation néolibéral des contradictions de la monnaie endogène*

Les taux négatifs ne concernent à l'origine que les titres les plus sûrs, les obligations à court terme de l'Etat allemand, considéré comme un actif sans risque : ainsi, le 9 janvier 2012, l'Allemagne place sur le marché 3,9 milliards d'euros d'obligations d'une maturité de six mois au taux moyen de -0,0122 %. Mais le phénomène perdure pendant les huit années qui suivent, avec des maturités de plus en plus longues : le 21 août 2019, l'Allemagne émet de la dette à taux négatif sur trente

¹ Delphine Cuny, « Wall Street et la tech dévissent, Trump accuse la Fed devenue "folle" », *La Tribune*, 11 octobre 2018 (<https://www.latribune.fr/bourse/wall-street-et-la-tech-devissent-trump-accuse-la-fed-devenue-folle-793556.html>, consulté le 29/08/2020).

ans, une première mondiale, même si seuls 869 millions d’euros ont trouvé preneur sur les deux milliards proposés¹. Les *Länder* et les communes allemandes sont désormais également majoritairement cotés à des rendements négatifs, tandis que le volume des obligations fédérales à rendement négatif a maintenant atteint 1,27 trillion d'euros, comme le montre le graphique suivant² :



Très vite, les taux négatifs se sont aussi étendus à des Etats moins sûrs comme la France, qui place le 9 juillet 2012 près de 6 milliards d'euros d'obligations à trois et six mois à - 0,005 % et - 0,006 %³, alors que le taux de rémunération des dépôts bancaires à la BCE n’est pas encore passé sous les 0 %⁴. Huit pays européens bénéficient alors de

¹ Jean-Michel Hauteville, « Berlin échoue à placer son emprunt à taux négatif sur trente ans », *Le Monde*, 24 août 2019 (https://www.lemonde.fr/economie/article/2019/08/24/berlin-echoue-a-placer-son-emprunt-a-taux-negatif-sur-trente-ans_5502374_3234.html, consulté le 29/08/2020).

² Anja Ettl et Holger Zschäpitz, « Jetzt ist die Finanzwelt endgültig auf den Kopf gestellt », *Die Welt*, 5 août 2019 (<https://www.welt.de/finanzen/article197976991/Staatsanleihen-Negativzinsen-stellen-Finanzwelt-auf-den-Kopf.html>, consulté le 29/08/2020).

³ Audrey Tonnelier, « Taux négatifs : une bonne nouvelle pour la dette française ? », *Le Monde*, 10 juillet 2012 (https://www.lemonde.fr/economie/article/2012/07/10/taux-negatifs-une-bonne-nouvelle-pour-la-dette-francaise_1731496_3234.html, consulté le 29/08/2020).

⁴ « Les taux négatifs ont été expérimentés par l’Agence France Trésor (AFT) depuis la mi-juillet 2012, soit bien avant la décision de la Banque centrale européenne (BCE) de faire passer son taux de dépôt sous la barre du zéro. C’est même fin 2011 que nos taux court terme – ceux des BTF 3 mois – ont approché des - 10 points de base. Plus récemment, vers le 13 août 2015, les taux ont à nouveau très nettement décroché, ce qui nous a permis d’émettre [...] par exemple le lundi 16 novembre 2015, au taux de -0,29 % pour des maturités d’un an alors que le taux de dépôt était à -0,20 %. » Maya Atig, Directrice générale adjointe de l’Agence France Trésor, interview dans le recueil *Taux d’intérêt négatifs. Douze regards*, Paris, Institut Messine, janvier 2016, p. 33 à 41, p. 33.

ce phénomène pour des emprunts de moins de deux ans : outre l'Allemagne et la France, les Pays Bas, le Danemark, la Suisse et la Belgique émettent des titres de dette à moins de 0 % directement sur le marché primaire, tandis que la Finlande et l'Autriche voient le taux de leurs obligations souveraines devenir négatives sur le marché secondaire¹. Si la zone euro a depuis longtemps détrôné le Japon en tête du classement des rendements obligataires les plus bas, elle n'est bien sûr pas la seule concernée : à l'échelle mondiale, l'agence Bloomberg estime le montant total des obligations à taux négatif en 2019 à 14,5 milliards de dollars (13,2 milliards d'euros), en forte hausse depuis fin 2018 comme le montre le graphique suivant² :



Notons également qu'au fil du temps, les taux s'enfoncent en outre de plus en plus loin en territoire négatif bien qu'ils restent très proches du taux nul : ainsi, la France place 3,95 milliards d'euros à dix ans à - 0,36 % le 5 septembre 2019³ (contre - 0,005 % pour un emprunt à trois mois en 2012, comme on l'a vu). Les taux négatifs s'étendent

¹ « Huit pays européens empruntent à taux négatifs », *Les Echos*, 20 juillet 2012 (<https://www.lesechos.fr/2012/07/huit-pays-europeens-empruntent-a-taux-negatifs-377877>, consulté le 29/08/2020).

² Anja Ettl et Holger Zschäpitz, « Jetzt ist die Finanzwelt endgültig auf den Kopf gestellt », *Die Welt*, 5 août 2019 (<https://www.welt.de/finanzen/article197976991/Staatsanleihen-Negativzinsen-stellen-Finanzwelt-auf-den-Kopf.html>, consulté le 29/08/2020).

³ Johann Corric, « Taux négatifs : faut-il être fou pour accepter de perdre de l'argent en prêtant ? », *Le Revenu* 20/09/2019, (<https://www.lerevenu.com/placements/taux-negatifs-faut-il-etre-fou-pour-accepter-de-perdre-de-largent-en-pretant>, consulté le 29/08/2020).

en outre à de nouveaux acteurs : un nombre croissant d'Etats et de collectivités locales, on l'a dit, mais aussi de grandes entreprises privées : ainsi, le 28 août 2019, Orange a levé 750 millions d'euros remboursables à taux nul en 2026, tandis que le 4 juillet, le groupe Schneider Electric a émis 200 millions d'euros d'obligations à échéance 2024 au taux (légèrement) négatif de - 0,043 %, dans un contexte mondial où 470 milliards d'euros d'obligations d'entreprises auraient déjà des rendements inférieurs à 0 %¹. En Allemagne, même des particuliers ont pu bénéficier de taux d'emprunt négatifs de - 3,5 %, - 5 %, et même jusqu'à - 20% pour des prêts à la consommation de 10 000 € maximum (proposés par les banques à titre de produits marketing sensés fidéliser les clients)².

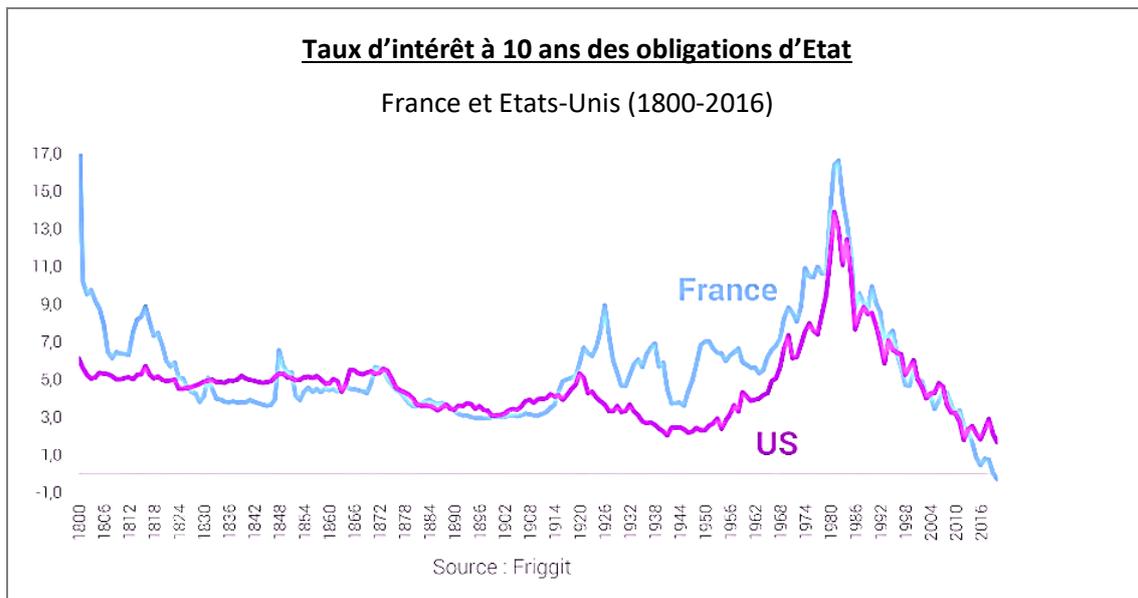
Cette situation inédite est hautement problématique : elle signifie ni plus ni moins que le créancier consent à perdre de l'argent en accordant un prêt, puisque la somme remboursée sera inférieure à la somme avancée. Une telle configuration apparemment irrationnelle défie la théorie économique en brisant le supposé plancher du taux nul que chacun tenait pour intangible³. L'existence de taux quasi-nuls, voire négatif, est d'ailleurs inédite sur plus de deux-cents ans d'Histoire du capitalisme, comme le souligne Olivier Passet à l'aide du graphique suivant⁴ :

¹ Estimation de l'agence Bloomberg, citée par Laurène Sin-Ilie, « 500 milliards d'euros de dette d'entreprises traitent à taux négatifs », *Les Echos*, 16 juillet 2019 (<https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/500-milliards-deuros-de-dette-dentreprises-treatent-a-taux-negatifs-1038374>, consulté le 29/08/2020).

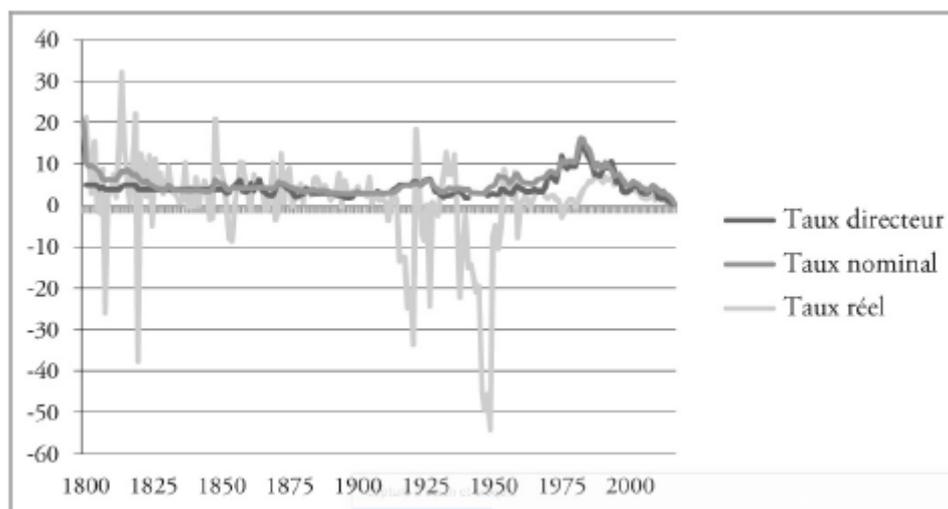
² « En Allemagne, les particuliers aussi empruntent à des taux négatifs », *France Info*, 20 juin 2019 (https://www.francetvinfo.fr/economie/votre-argent/en-allemande-les-particuliers-aussi-empruntent-a-des-taux-negatifs_3499503.html, consulté le 29/08/2020).

³ Et soulève même des problèmes légaux, les taux négatifs étant contraires à l'article 1902 du code civil qui dispose : « l'emprunteur est tenu de rendre les choses prêtées en même quantité et qualité et au terme convenu », comme le fait justement remarquer Franck Dedieu (directeur adjoint de la rédaction de *Marianne*) dans l'émission *Ecorama* du 13 septembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

⁴ Emission *Le décryptage éco* du 4^e trimestre 2019, intitulée « L'autodestruction du capitalisme par la chute des taux », présentée par Olivier Passet, diffusé sur Xerfi Canal le 21 octobre 2019.



Le capitalisme a déjà connu des périodes de taux d'intérêt réel fortement négatif, comme l'illustre le graphique suivant¹ qui compare les taux courts (taux directeurs), les taux nominaux longs et les taux réels longs sur deux-cents ans, à partir des séries statistiques d'Éric Monnet sur la dette d'Etat :



Mais jamais les taux *nominaux* n'avaient été négatifs. C'est l'inflation qui faisait passer les taux réels sous la barre des 0 %, comme le souligne Vivien Levy-Garboua² :

¹ Vivien Lévy-Garboua, *Le monde à taux zéro. Voyage au bout de l'économie*, Paris, PUF, 2017, p. 25.

² *Ibid.*, p. 27-28.

« La situation présente est sans précédent historique en France. L'examen des courbes similaires pour les États-Unis ou d'autres pays d'Europe conduit au même diagnostic. Toutes les périodes de taux d'intérêt réels négatifs précédentes sont associées à une poussée de l'inflation bien plus qu'à une baisse des taux nominaux. Jamais auparavant n'a-t-on assisté à une telle baisse des taux réels liée à une chute du taux nominal et de l'inflation : tout est bas, les taux, la croissance, la hausse des prix. »

Loin d'être une opportunité de relancer l'investissement et la consommation, donc la croissance, cette faiblesse inédite des taux semble créer plus de difficultés qu'elle n'en résout. Dans le cas du crédit immobilier, les taux très bas ne profitent pas véritablement aux ménages emprunteurs, car le gain de pouvoir d'achat est compensé par la hausse des prix de l'immobilier en particulier dans les grandes villes. Comme le fait remarquer Franck Dedieu¹, le taux de ménages propriétaires de propriétaires n'a d'ailleurs pas augmenté depuis la baisse des taux (il est toujours de 58 % en France en 2019), la faiblesse des taux favorisant essentiellement les cadres investissant en métropole (soit la classe sociale la plus favorisée). Les plus pauvres risquent même d'être exclus de l'accès au crédit à cause de l'effet à la baisse de la dépréciation générale des taux sur la définition du taux d'usure². Inversement, les grandes fortunes parviennent profiter des taux bas pour investir dans des produits plus sophistiqués (indexés sur l'art ou l'or, par exemple) donc moins accessibles mais qui conservent un rendement intéressant dont sont privés les épargnants ordinaires. Les taux bas tendent donc à aggraver les inégalités patrimoniales. En outre, ils mettent en grande difficulté les banques³, y compris des banques systémiques comme la Deutsche Bank. Elles sont alors de plus en plus nombreuses à en répercuter le coût sur leurs clients. Les taux négatifs coûteraient 160 milliards d'euros par an aux épargnants européens selon David

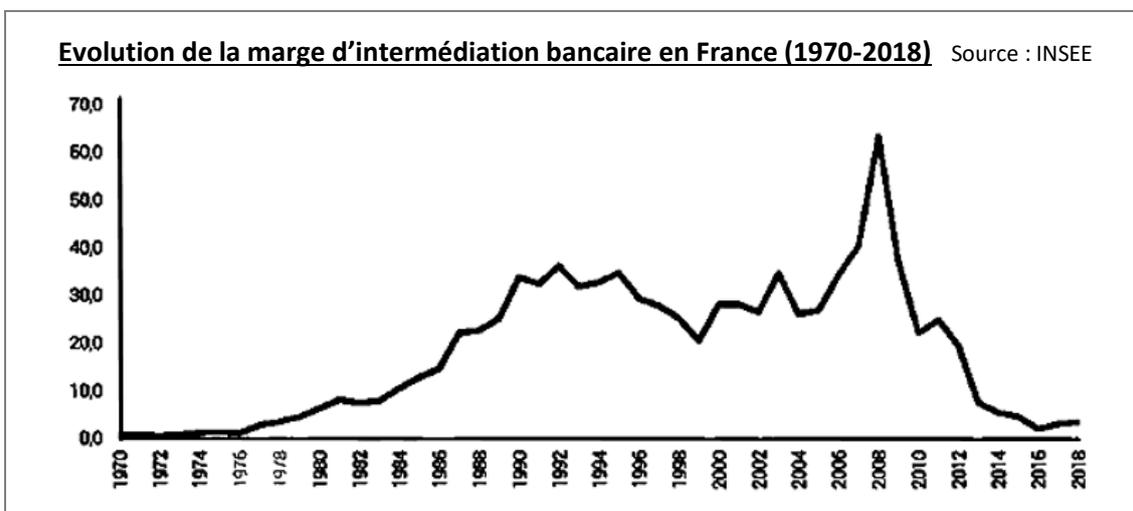
¹ *Ecorama* du 13 septembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

² Julie Polizzi, « Le taux d'usure, une mesure de protection des consommateurs qui fait polémique », *20 Minutes*, 17 août 2019 (<https://www.20minutes.fr/economie/2577571-20190805-le-taux-d-usure-un-frein-necessaire-a-l-endettement>, consulté le 29/08/2020).

³ Voir par exemple le Vivien Lévy-Garboua, *Le monde à taux zéro*, *op. cit.*, Chapitre V, « Pourquoi les banques n'aiment pas les taux bas », p. 80 à 95.

Folkert-Landau, économiste en chef de la Deutsche Bank, qui dénonce le taux de rémunération négatif des dépôts des banques par la BCE comme un impôt sur l'épargne n'ayant été voté par aucun parlement¹. Début 2020, quatre-vingt-six établissements bancaires allemands imposent à leur clientèle privée des taux négatifs sur les dépôts supérieurs à 100 000 €, la Volksbank Raiffeisenbank prélevant - 0,5 % dès le premier centime d'euro déposé sur un compte d'épargne à vue depuis le 1^{er} octobre 2019².

Au-delà de la négativité du taux de rémunération des réserves bancaires, le problème réside dans l'érosion des marges d'intermédiations des banques (définies par la différence entre intérêts perçus sur les prêts aux agents publics ou privés et coût des dépôts). En effet, confrontées à une baisse du taux des crédits qu'elles octroient, du fait de la pression concurrentielle accrue par l'excès d'épargne et la faiblesse de la demande (et la concurrence des banques en ligne), les banques françaises ont vu leur marges d'intermédiation s'effondrer depuis la crise de 2008, comme le révèle le graphique suivant fondé sur le compte de secteur des banques en comptabilité nationale³ :



¹ Anja Ettl et Holger Zschäpitz, « Jetzt ist die Finanzwelt endgültig auf den Kopf gestellt », *Die Welt*, 5 août 2019 (<https://www.welt.de/finanzen/article197976991/Staatsanleihen-Negativzinsen-stellen-Finanzwelt-auf-den-Kopf.html>, consulté le 29/08/2020).

² « Les Allemands face aux taux négatifs », *Lettre du Cercle de l'Épargne*, n° 70, 11 février 2020 (<http://cercledelepargne.com/37342-2>, consulté le 29/08/2020).

³ Olivier Passet, « Chute des taux : alerte sur les banques », *Le décryptage éco – Xerfi Canal*, 3^e trimestre 2019, diffusé le 25 septembre 2019. Le calcul repose sur la différence entre les intérêts perçus sur les crédits et les intérêts versés sur les dépôts à vue (au risque de laisser entendre que les banques font de l'intermédiation entre l'épargne et les prêts, alors que ce sont les crédits qui font les dépôts) : le coût des dépôts à vue est nul puisque les comptes courants ne sont pas rémunérés, mais la prise en compte du coût global de fonctionnement (incluant la gestion des agences, etc.) serait plus pertinente.

Les banques sont donc menacées dans ce qui constitue théoriquement le cœur de leur activité. La tarification des services bancaires jusque-là gratuits, la réduction des coûts de fonctionnement (notamment par la fermeture massive d'agences) et le repli sur les activités d'investissement ne compense pas l'érosion des marges, et n'empêche pas la valeur des banques européennes de chuter de 76 % entre mai 2007 (lors du le pic de valorisation) et septembre 2019, quand celle des banques américaines chute de 19 % depuis décembre 2006¹. La possibilité d'une crise systémique n'est donc toujours pas écartée après plus d'une décennie de politiques non-conventionnelles : au contraire, en abaissant les taux au plancher pour sauver le secteur bancaire de la faillite, les Banques centrales ont dangereusement érodé leur profitabilité. La contradiction fondamentale de l'argent-dette semble donc de plus en plus difficile à accommoder. L'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement impose que toute injection supplémentaire de liquidités augmente le volume de dette, jusqu'à se heurter à la contrainte de solvabilité des débiteurs privés (comme ce fut le cas lors de la crise des *subprimes*) ou publics (comme ce fut le cas lors de la crise des dettes souveraines) : longtemps repoussée par une baisse des taux, cette limite ne peut plus l'être une fois le plancher des taux nuls atteints, car des taux négatifs mettent en péril la solvabilité des créanciers, c'est-à-dire du secteur bancaire, dont la survie est condition d'existence de la monnaie scripturale elle-même.

Il faut ici souligner que si aberrante que puisse paraître cette configuration de taux négatifs au premier abord, elle s'inscrit en réalité dans la continuité de trajectoire historique de longue durée décrite par les taux d'intérêt en régime néolibéral. Comme le soulignent Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet : « Les séries historiques montrent que nous aurions tort d'isoler les quelques dernières années qui, depuis la crise, ont vu les taux atteindre un niveau plancher. Il y a une continuité manifeste dans l'évolution des taux depuis le début des années 1980. »² Ou encore : « Le niveau actuel des taux d'intérêt ne se présente cependant pas comme une rupture soudaine due à la crise mais se situe dans la continuité d'une évolution baissière entamée au début des années

¹ *Ibid.*, source : STOXX Europe 600 Banks et S&P 500 Banks.

² Vivien Levy-Garboua, Éric Monnet, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », art. cit.

1980 »¹ tant en matière de taux d'intérêt nominaux que réels. Comme le rappelle Vivien Levy-Garboua :

« Le taux d'intérêt réel, à son apogée au milieu des années 1980, entame une décrue qui le mène à 4 % en 2000 et 2 % en 2006, juste avant la crise financière. Et 0 % en 2015 : le PAZ (plancher à zéro) est atteint, pour le taux directeur de la banque centrale, mais aussi pour les autres grandeurs : inflation proche de zéro, taux réel à zéro. »²

3) *L'avènement de la finance punk*

Ce ralentissement général du taux d'inflation et du taux d'intérêt a finalement conduit à des taux nominaux négatifs. Ceux-ci traduisent une absence totale de confiance dans l'avenir. En effet, face à l'effondrement progressif de la demande globale en régime néolibéral, et plus encore depuis sa crise, les agents ne sont plus incités à investir et consommer, mais à épargner : c'est justement l'excès d'épargne sur la demande de prêts, aggravé par les politique non-conventionnelles (en particulier le rachat massif de titres de créance dans le cadre des programmes d'assouplissement quantitatif) qui mène les taux en territoire négatif. Au fondement ultime de ce mécanisme se trouve donc l'absence de perspective d'investissement rentable, qui pousse les agents à placer leur épargne sur les marchés financiers plutôt que dans des investissements productifs. Chacun anticipe une baisse continue de la demande effective, du taux de croissance, du niveau général des prix, et potentiellement de ses propres revenus. Dans ce monde peuplé d'un nombre croissant d' « entreprises zombies »³ (12,5% des entreprises de l'OCDE en septembre 2019⁴), toute perspective de profit semble se dérober – une situation que résume à nos yeux le slogan *punk* qui ouvrirait justement la période néolibérale : « *No future !* » Les taux négatifs semblent

¹ *Ibid.* (dans le résumé de l'article).

² Vivien Lévy-Garboua, *Le monde à taux zéro*, *op. cit.*, p. 26.

³ Définies par la BRI comme des entreprises dont le service de la dette dépasse les profits pendant trois années de suite : très peu profitables, lourdement endettées, elles ne survivent que grâce à l'extrême faiblesse des taux d'intérêt, telles des « mort-vivants » sous respiration artificielle, tant que durent les politiques non-conventionnelles, mais feraient faillite si les taux se normalisaient.

⁴ En France, ce chiffre atteint même 16 % à la veille de la crise sanitaire contre 4 ou 5 % vingt ans plus tôt, avant la crise des *subprimés* (Patrick Artus, chef économiste chez Natixis, sur les émissions *Ecorama* du 23 septembre 2019 et du 11 novembre 2020, présentées par David Jacquot sur Boursorama.com).

donc indiquer que le capitalisme est entré dans l'ère de la finance *punk*, consciente de l'absence d'avenir, au point que les agents se résignent à prêter à perte.

Le phénomène de l'inversion de la courbe des taux (avec des taux de long terme inférieurs aux taux de court terme) est à cet égard significatif : si le taux d'intérêt rémunère le risque lié à l'incertitude, il révèle que l'avenir immédiat est devenu plus incertain que l'avenir lointain, les agents étant incapable de se projeter dans un futur proche. Certes, un début de remontée des taux longs de 30 à 40 points de base en quelques semaines, que presque personne n'avait anticipé, a pu être observé en octobre 2019¹, et Xavier Timbeau, directeur de l'OFCE, estime en décembre que l'inversion de la courbe des taux est désormais révolue², mais, outre que la résurgence du fardeau des intérêts, pour l'heure encore très bas, pourrait à terme compromettre la solvabilité des débiteurs (d'autant plus qu'ils s'appliquent désormais à des volumes d'endettement colossal dans le cas des Etats), la crise sanitaire de 2020 a balayé tout espoir de retour à la normale.

Même avant le coronavirus, un autre élément s'ajoutait aux taux négatifs ou à l'inversion de la courbe des taux pour confirmer le caractère *punk* d'une finance perdant de vue tout horizon de rentabilité de l'économie réelle : les *stocks buybacks*, c'est-à-dire les rachats en bourse, par une entreprise, de *ses propres* actions en vue de les annuler et d'augmenter ainsi la valorisation des actions restantes. Cette pratique revient à utiliser la trésorerie pour rendre l'argent aux actionnaires plutôt que de l'investir dans la production de valeur marchande : c'est donc indéniablement le signe d'une perte de confiance dans l'avenir, dans la croissance de la demande et des profits. C'est cependant un moyen pour la direction de l'entreprise d'en soutenir les cours de bourse pour compenser la faiblesse des profits : cela témoigne du fait que l'entreprise financiarisée vise non plus la maximisation du profit mais de la valeur actionnariale, laquelle peut certes passer par le profit (distribué sous forme de dividende ou réinvesti), mais aussi par les plus-values potentielles permises par la hausse du cours de l'action. C'est donc

¹ Frédéric Rollin, conseiller en stratégie d'investissement de Pictet AM, dans « Marchés : une mystérieuse remontée des taux longs ? », émission *Ecorama* du 22 octobre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

² Xavier Timbeau, directeur de l'OFCE, dans « Croissance US : pourquoi il faut arrêter d'imaginer le pire... », émission *Ecorama* du 9 décembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

l'entrée dans une logique de plus en plus spéculative, où la valeur de l'action augmente sans rapport avec les perspectives de profits – comme le révèle le niveau extraordinairement élevé de l'indice de Shiller à la veille du mini-krach de février 2018, ainsi qu'on l'a vu.

Interdits aux Etats-Unis des années 1920 aux années 1980¹, ces rachats d'actions sont de nouveau autorisés sous l'administration Reagan qui met en place le mode de régulation néolibéral en dérèglementant la finance, mais ils ne sont guère mis en pratique car le coût de l'emprunt nécessaire au financement de l'opération est alors dissuasif². C'est depuis la crise du régime néolibéral que la pratique est devenue massive, encouragée par l'extrême faiblesse des taux d'intérêt : ainsi, depuis 2010, 30 % des actions en circulation ont été rachetées³ ! Après une année record en 2018 à 850 milliards, l'année 2019 voit les volumes de rachats d'actions frôler les 1000 milliards, soit 5 % des actions en circulation en seulement un an⁴ : à un tel rythme, l'ensemble des actions en circulation disparaîtrait en seulement 20 ans... Là encore, le régime néolibéral semble parvenir au bout de sa logique – mais parvient encore à échapper à l'effondrement complet (grâce à l'aide des politiques non-conventionnelles) car la hausse des cours de bourse maintient la solvabilité du système financier.

Cette hausse ne s'explique d'ailleurs pas uniquement par les *buybacks*. Les banques commerciales sont elles aussi concernées : elles utilisent les milliards de

¹ En France, les offres publiques de rachat d'actions (OPRA), sont autorisé depuis 1998.

² A la suite du choc Volcker, les taux d'intérêt sont alors à 7,5 % pour un rendement des actions de seulement 3 %.

³ Et ce sur une tendance de fond qui est la réduction de moitié des titres cotés sur les marchés américains en 20 ans. Outre la diminution du nombre d'actions en circulation pour chaque entreprise qui rachète ses propres titres, on assiste également à une diminution du nombre d'entreprises cotées, passant de 8 000 en 2 000 à 3 800 aujourd'hui, du fait de faillites (par exemple suite à l'éclatement de la bulle Internet), mais aussi de concentrations (rachats d'entreprises), et de sorties de la cote (passage dans le secteur non coté). Philippe Bechade, rédacteur en chef de la *Bourse au quotidien*, dans « Marchés : ce signe qui montre que la fin du cycle haussier approche... », émission *Ecorama* du 21 octobre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

⁴ Ce qui permet la hausse du marché action alors même que les investisseurs traditionnels, les fonds d'investissement qui investissent sur le long terme, se retirent plutôt de ce marché. Notons qu'Apple représente à lui seul 10 % des rachats d'actions sur le sol américain : la firme, qui avait perdu 4,6 % de sa valorisation lorsque la Fed avait remonté ses taux, soutient ainsi sa capitalisation – la plus forte au monde avec 1 050 milliards de dollars en 2018 (Delphine Cuny, « Wall Street et la tech dévissent, Trump accuse la Fed devenue "folle" », *La Tribune*, 11/10/2018, <https://www.latribune.fr/bourse/wall-street-et-la-tech-devissent-trump-accuse-la-fed-devenue-folle-793556.html>, consulté le 29/08/2020).

liquidités injectées par les Banques centrales pour investir dans l'achat d'actions plutôt que dans le crédit aux entreprises, car elles non plus ne croient pas à la profitabilité des investissements productifs faute de demande effective¹. Un retour de la croissance risquerait d'ailleurs d'inciter les banques à vendre leurs actions pour récupérer des liquidités à prêter aux entreprises, ce qui pourrait déclencher un krach boursier qui détériorerait en retour l'actif du bilan des banques, et menacerait la solvabilité de l'ensemble du système financier : là encore, les contradictions de la monnaie endogène en régime financiarisé semblent rendre impraticable toute voie de normalisation.

Revenons, pour terminer notre analyse de la finance punk, sur la question décisive des taux d'intérêt négatifs. On comprend que faute de perspectives de profits dans l'économie réelle, les agents préfèrent épargner qu'investir, mais une question se pose néanmoins : pourquoi préfèrent-ils placer leur épargne dans des produits financiers plutôt que de le thésauriser ? Certes, ces placements sont plus rémunérateurs ou moins risqués que les investissements productifs, mais pourquoi ne pas leur préférer la détention d'espèces à *coût nul* plutôt que des prêts à *perte* ? C'est ce défi intellectuel que l'énigme des taux négatifs pose aux économistes. Certains tentent bien sûr de minimiser cette configuration pourtant historiquement inédite et apparemment irrationnelle, en avançant l'argument suivant, que l'on a par exemple entendu, en septembre 2019, dans la bouche de l'ancien Président de la BCE, Jean-Claude Trichet², ou dans celle de l'économiste libéral Jean-Marc Daniel³ : les taux d'intérêt négatifs n'auraient finalement rien de si extraordinaire, puisqu'on a déjà connu des taux *réels* négatifs pendant des années au cours des Trente Glorieuses (avec des taux nominaux très élevés, de l'ordre de 15 %, mais un taux d'inflation encore supérieur, par exemple à 17 %). Cet argument, destiné à relativiser le danger déflationniste, fait cependant fi du fait que contrairement aux années 1970, les années 2010 connaissent des taux d'intérêt

¹ Les politiques non-conventionnelles alimentent donc la bulle. Au Japon, les cours de bourse sont même directement soutenus par la Banque centrale, qui a étendu ses instruments à l'achat d'actions et d'ETF.

² Jean-Claude Trichet, ancien président de la BCE, dans « La BCE est-elle dans l'impasse ? », émission *Ecorama* du 16 septembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

³ Jean-Marc Daniel, professeur à l'ESCP Europe, dans « Tour d'horizon de l'actualité avec Jean-Marc Daniel », émission *Ecorama* du 25 septembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

nominaux également négatifs. Or ce point change entièrement la signification du phénomène, pour au moins deux raisons.

Premièrement, une telle configuration ne laisse place à aucune forme d'illusion nominale : si l'épargnant des années 1970, pouvait ne pas s'apercevoir qu'il prêtait à perte faute de calculer en termes réels, ou tout simplement ne pas anticiper correctement l'inflation et se retrouver prisonnier des rigidités nominales du contrat qu'il a signé, de tels facteurs ne peuvent expliquer le consentement à des taux *nominaux* négatifs. En effet, l'illusion monétaire, si elle existait, jouerait alors en sens inverse : elle pourrait faire ignorer aux agents les taux d'intérêts réels positifs dans l'hypothèse d'une forte déflation – qui ne correspond heureusement pas à la réalité – et leur ferait surestimer leur perte. Surtout, la négativité du taux nominal rend transparent l'existence de pertes – ce qui nous conduit à notre deuxième remarque, relative au coût d'opportunité. En effet, même si, en termes réels, l'épargnant s'enrichit à prêter à taux négatif dès lors que le taux d'inflation est plus fortement négatif que le taux d'intérêt nominal (générant un taux réel positif), il gagnerait encore plus à conserver ses liquidités. Il n'est jamais intéressant de prêter à taux nominal négatif, puisqu'on récupère une somme inférieure à celle que l'on a avancée : la perte est même d'autant plus importante qu'en période déflationniste, la valeur réelle des encaisses perdues augmente (même si, inversement, cet effet d'encaisse réelle compense en partie la perte d'encaisse nominale). La situation des années 2010 est donc absolument incomparable avec celle des années 1970 : en période de forte inflation, si les taux nominaux s'avèrent inférieurs au taux d'inflation, l'épargnant a intérêt à prêter son argent (même à taux réel négatif) car il perd moins à prêter qu'à ne pas prêter : il ne perd plus que le différentiel de taux d'inflation et d'intérêt. Le taux nominal étant positif, il compense en partie l'érosion du pouvoir d'achat de l'épargne que provoque l'inflation : en partie, et non en totalité, mais cela vaut toujours mieux que pas du tout. Ainsi, faute de mieux, l'épargnant *réduit ses pertes* en prêtant à taux réel négatif mais à taux nominal positif. Or tel n'est pas du tout le cas en période déflationniste, ou en période (légèrement) inflationniste avec taux nominaux négatifs : dans ce cas, mieux

vaut pour l'épargnant conserver ses encaisses qui s'apprécient de jour en jour que de les prêter à perte.

Les taux nominaux négatifs, qui se sont installés comme une nouvelle norme depuis huit ans, constituent donc bien une énigme qui défie l'hypothèse de rationalité des agents économiques. Comment en rendre compte ? On peut avancer plusieurs hypothèses. Si la perspective de la déflation ne suffit pas à justifier des taux négatifs comme nous venons de le voir (même si la baisse des prix allège le coût réel des prêts pour le créancier, cela reste une perte par rapport à la conservation des liquidités), les banques sont contraintes d'y consentir pour des raisons règlementaires : elles peuvent en effet se retrouver en situation d'acheter les créances qu'on leur propose fut-ce à taux négatif pour respecter les ratios Bâle III, qui leur font obligation de détenir un certain nombre de titres d'Etat, jugés sans risque par convention, en proportion de leurs engagements. Il se peut également que les banques achètent des titres à rendement négatif, non pas pour les détenir durablement à perte, mais parce qu'elles espèrent revendre ces titres plus cher plus tard à un autre acteur de marché, voire à leur Banque centrale lors d'une prochaine opération d'assouplissement quantitatif. Toutefois, l'hypothèse la plus intéressante, et simultanément la plus inquiétante, demeure la suivante : les taux nominaux négatifs reflèteraient l'anticipation d'un risque d'effondrement des banques, qui ferait des liquidités un actif paradoxalement moins certain qu'un titre de dette souveraine. C'est l'hypothèse que formule notamment Gaël Giraud :

« Si la France a pu emprunter à des taux d'intérêt courts négatifs au début de l'année 2012, ce n'est certes pas grâce à la vertu de ses finances publiques (notre dette publique est supérieure à celle de l'Espagne !), mais parce que les investisseurs non-résidents accordent une probabilité significativement supérieure à zéro à une faillite bancaire généralisée en Europe. »¹

Ainsi, la zone euro vivrait depuis huit années sous la menace permanente, anticipée par les acteurs de marché, d'un effondrement systémique du secteur bancaire,

¹ Gaël Giraud, « Le projet Moscovici enterre la séparation des banques », *Revue Projet*, 21 avril 2013 (https://www.revue-projet.com/articles/le-projet-moscovici-enterre-la-separation-des-banques#_ftnref16, consulté le 29/08/2020).

donc d'une disparition pure et simple de la monnaie – et avec elle, de l'économie de marché et du capitalisme. Sans aller jusqu'à invoquer le vieux spectre marxiste de la fin du capitalisme¹, la perspective d'une crise majeure hante toujours l'Europe.

Si le taux d'intérêt mesure la préférence pour la liquidité, son entrée en territoire négatif équivaut à une fuite devant la liquidité. La crise financière marquait pourtant l'avènement d'une phase de préférence absolue pour la liquidité, se traduisant par une fuite devant les titres (et bien sûr un effondrement des investissements, caractéristique de la trappe à liquidité : quelle que soit le montant des nouvelles liquidités injectées dans l'économie, la demande ne repart pas). L'ambivalence de la monnaie est facteur d'instabilité tantôt monétaire et tantôt financière : le libre jeu du désir acquisitif individuel déchaîné sur les marchés financiers s'étant soldé par une crise de confiance généralisée (en particulier sur le marché interbancaire), les agents se sont réfugiés dans la confiance collective dans la monnaie, signant le retour en force du pôle souverain de la monnaie par rapport à son pôle interindividuel. Mais la crise empirant, il semble que les agents aient perdu confiance dans la monnaie, non pas parce que la puissance souveraine aurait abusé de son pouvoir de création monétaire (crise d'hyperinflation), mais parce que l'existence même de la monnaie est toujours conditionnée à la solvabilité des banques (du fait de son encastrement dans le nœud de contrats bilatéraux d'endettements qui constitue le système bancaire, toujours au bord de la faillite). Enjambant la monnaie, les agents se tournent donc vers son émetteur final, le réservoir ultime de confiance (ou, pour le dire en termes spinozistes, de puissance de la multitude) : l'Etat lui-même, dont ils préfèrent la signature à celle des banques – quitte à perdre de l'argent du fait des taux négatifs. Ce n'est donc pas tant la monnaie elle-même qui est fuie, que la monnaie *bancaire* : loin de remettre en cause la souveraineté de la monnaie, et la souveraineté de l'Etat sur la monnaie, les agents se défient de sa

¹ Quoiqu'on entend souvent évoquer cette possibilité en même temps que les taux négatifs. Olivier Passet consacre par exemple une émission du *Decryptage Eco* du quatrième trimestre 2019 à « L'autodestruction du capitalisme par la chute des taux » (diffusé sur Xerfi Canal le 21 octobre 2019). Vivien Lévy-Garboua sous-titre quant à lui son ouvrage sur *Le monde à taux zéro* par *Voyage au bout de l'économie* (op. cit.). L'idée d'une disparition du capitalisme désormais incapable de surmonter ses contradictions est même reprise dans le champ médiatique, par des acteurs pourtant éloignés de l'extrême-gauche comme Marc Fiorentino, éditorialiste sur BFM Business et Challenges (dans l'émission *Ecorama* du 16 juillet 2020, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com).

privatisation, de sa fragmentation en sphères de circulations bancaires distinctes dont la pérennité semble douteuse. Comme nous allons le voir, la réaffirmation de la puissance publique sur l'ordre monétaire semble la seule voie de sortie envisageable.

III/ Le nécessaire retour de la puissance publique : le rôle central de la politique budgétaire dans la reprise américaine

Bien avant la crise sanitaire de 2020, l'Europe est entrée, à la suite du Japon, dans l'ère de ce que nous avons nommé la finance *punk*, où la seule perspective qui semble se dessiner est celle du chaos, ainsi que le résume Vivien Lévy-Garboua dans les dernières pages de son « voyage au bout de l'économie »¹ :

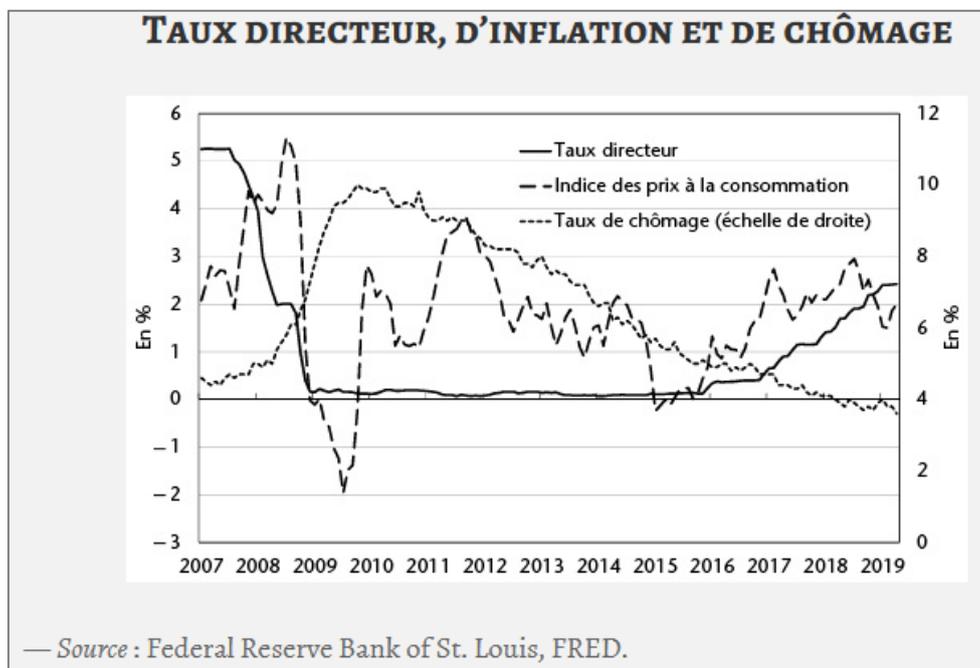
« Sur les séries longues de taux d'intérêt, le constat a été celui d'un taux qui, de 1800 à 1970 a oscillé autour de 4 %. Une livre (ni le dollar, ni l'euro n'existaient alors) placée en 1800 et maintenue ainsi jusqu'à 1970 vaudrait environ 786 livres, et 4 777 si elle rapportait ce même taux jusqu'à 2016 ! C'est cela le miracle des intérêts composés. Et ce miracle s'est arrêté il y a vingt ans au Japon, et près de dix ans dans les autres pays développés. La perte est rapide : avec un taux d'intérêt de -1 %, au bout de vingt ans, les 4 977 livres sont réduits à 3 907, et, si l'on veut se faire peur, à 1 748 au bout d'un siècle. Loin de moi l'idée de penser qu'il s'agit là d'un scénario plausible : le chaos sera installé bien avant cela. »

Observons toutefois que le pays qui demeure encore le cœur (désormais contesté par la Chine) du capitalisme mondial, les Etats-Unis d'Amérique, n'a pas connu la même trajectoire que l'Europe au cours de la décennie écoulée. La récession entamée en décembre 2007 du fait de la crise des *subprimes* prend fin en juin 2009 après quoi l'économie américaine a connu la plus longue phase de croissance continue depuis 1970 : comme le rappellent Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier², les phases d'expansion du cycle des affaires américain n'avaient depuis lors jamais duré plus de dix ans, avec une durée moyenne de six ans. Or depuis 2009 et jusqu'à la crise sanitaire de 2020, la croissance ininterrompue permet une baisse continue du chômage. Les auteurs

¹ Vivien Lévy-Garboua, *Le monde à taux zéro. Voyage au bout de l'économie*, op. cit., p. 223.

² Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », art. cit.

illustrent par le graphique suivant le fait que la normalisation des taux d'intérêts n'intervient qu'à partir du moment où le taux d'inflation repart à la hausse, en 2015 :



Cette trajectoire contraste vivement avec celle de la zone euro, qui connaît pour sa part une seconde récession en 2012 du fait de la crise des dettes souveraines (son PIB ne renouant avec son niveau de 2007 qu'en 2015, contre 2012 pour les États-Unis) et qui ne s'est résolue que très tardivement à mener une politique d'assouplissement quantitatif, préférant à l'origine miser uniquement sur le canal du crédit *via* l'instrument des LTRO. Or, la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle n'a pas été à la hauteur des attentes, la cible d'inflation n'étant par exemple jamais atteinte, tandis qu'un taux de chômage élevé persiste durablement. C'est en réalité l'approche par le multiplicateur monétaire qui se révèle ici inefficace : au moins jusqu'en 2015, l'injection de monnaie Banque centrale dans le système bancaire ne se traduit pas par une démultiplication des crédits faute de demande¹. Au contraire, on assiste en 2012, 2013

¹ Voir par exemple, pour les PME françaises, Élisabeth Kremp et Patrick Sevestre, « Le crédit bancaire aux PME en France : d'abord la persistance d'une faible demande », *in Les Entreprises en France*, Paris, INSEE Références, 2014.

et 2014 à un *credit crunch*, une réduction de l'encours des prêts au secteur privé¹. Cela confirme la pertinence de l'approche par le diviseur monétaire, qui conçoit la base monétaire créée par la Banque centrale comme une variable passive (une fraction de la masse monétaire créée par les banques commerciales) plutôt que comme un déterminant mécanique de l'offre de crédit (qui ne serait que le multiple de la base monétaire). L'injection massive de monnaie centrale s'est essentiellement traduite par la constitution de réserves excédentaires surabondantes (au point que la BCE décide de les taxer par un taux de rémunération négatif, et de cibler les opérations de refinancement de long terme), qui ont certes évité la crise systémique en période d'effondrement du marché interbancaire, mais n'a pas relancé le crédit.

L'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement conditionne l'augmentation du volume de monnaie en circulation à la demande d'emprunt, or celle-ci se heurte en temps de crise à la limite de solvabilité des agents et à la défiance généralisée, comme nous l'avons dit maintes fois. Si elle peut restreindre l'offre de crédit en période de surchauffe inflationniste (« tirer sur la corde »), la Banque centrale ne peut pas provoquer la demande quand celle-ci vient à manquer (« pousser sur la corde »). Comme le montre Frédéric Poulon², le circuit monétaire ne peut être pensé indépendamment du circuit keynésien dont il se distingue : le premier part des banques, qui créent la monnaie, quand le second part de la demande globale anticipée par les investisseurs. La monnaie ne peut parcourir le circuit monétaire (partant des banques pour financer l'investissement des entreprises, être distribuée sous forme de revenus, puis revenir aux entreprises lors de la consommation pour achever son existence lors du remboursement des prêts bancaires) que si elle rencontre un projet d'investissement productif motivé par la perspective de débouchés comme le formalise le circuit keynésien (les anticipations de débouchés déterminent les décisions d'investissement, donc le volume de production mis en œuvre, dont dépend le niveau de l'emploi et donc du revenu distribué, en fonction duquel varie le niveau de la consommation effective, donc de la demande anticipée). Une politique monétaire ultra-

¹ *Evolutions économiques et monétaires, Bulletin économique de la BCE*, n°18, 2019, § Monnaie et crédit, graphique 18 p. 32.

² Frédéric Poulon, *La pensée monétaire*, Paris, Dunod, 2016, en particulier les Chapitres VI et VII.

accommodante (comme l'ont été les politiques non-conventionnelles) peut sembler d'inspiration keynésienne, mais elle ne l'est vraiment que si elle permet de rendre solvable un surplus de demande à même de relancer l'économie réelle, ce qui exige qu'elle soit combinée à une politique budgétaire.

Au lieu de renflouer les débiteurs (ménages et entreprises) sur la demande desquelles repose la croissance, l'action des Banques centrales a finalement surtout eu pour impact de sauver la solvabilité des créanciers (le système bancaire)¹ au point de les déresponsabiliser – mais sans le tirer véritablement d'affaire pour autant, comme on l'a vu. Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier² estiment que la BCE a vraisemblablement surestimé le poids du crédit dans le bilan des banques, qui se limite pourtant à seulement 10 % dans le cas des banques françaises³ (5 % en ce qui concerne le crédit aux PME, qui sont les véritables créatrices d'emploi). Les banques ont en effet changé de modèle d'activité au cours des deux dernières décennies, se tournant davantage vers le marché de titres : leur accorder des refinancement de long terme n'a donc ni relancé le crédit ni supprimé les difficultés des banques, dont les marges d'intermédiation sur cette activité s'effondrent avec la baisse des taux, comme on l'a dit. L'économie s'endette toujours plus pour financer une croissance de plus en plus faible, ainsi que le montre Adair Turner⁴ : la progression de l'endettement est plus rapide que celle de la production parce que la majeure partie de la création monétaire finance aujourd'hui des jeux spéculatifs sur des actifs déjà existants (actions, immobilier, etc.) plutôt que des investissements productifs.

A l'inverse des politiques menées depuis 2008 en faveur des créanciers plutôt que des débiteurs, Steeve Keen estime qu'il aurait mieux valu aider les ménages et

¹ Les politiques non conventionnelles ont bien sûr aussi pour objectif ultime de relancer la croissance. Comme le notent Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier (art. cit.), « lorsque le taux directeur n'offre plus de marge de manœuvre, c'est en effet par le volume de monnaie centrale, donc en faisant varier la taille et la composition de son bilan, que la banque centrale peut encore faire baisser les taux à long terme, et ainsi stimuler l'investissement et favoriser la croissance ». Mais la transmission de la politique monétaire *via* le canal du crédit est largement inopérante en l'absence de demande solvable.

² Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », art. cit.

³ Jacques Cailloux, Augustin Landier et Guillaume Plantin, « Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées », *Notes du Conseil d'analyse économique*, 2014, n° 8, p. 1 à 12.

⁴ Adair Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2016.

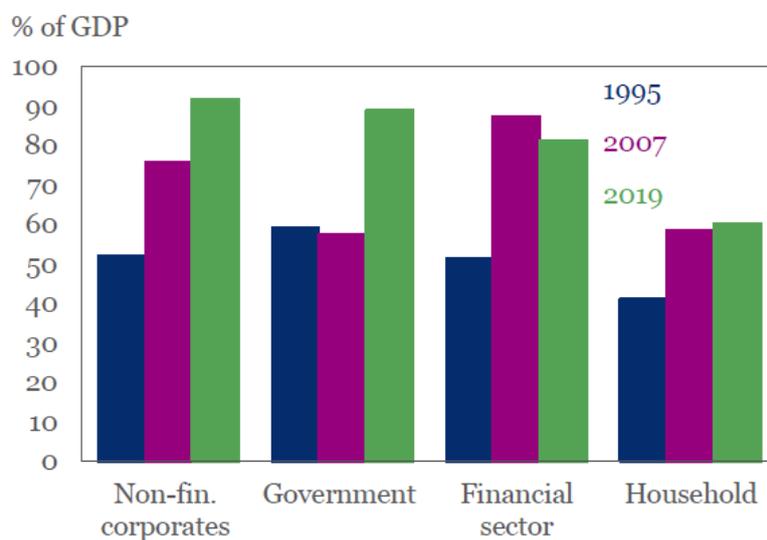
entreprises directement en effaçant leur passif par un « jubilé de la dette »¹ qui redonne du pouvoir d'achat au consommateur et des marges d'autofinancement aux investisseurs en les délivrant du fardeau des remboursements. La mesure aurait en outre selon lui le mérite de sanctionner les banques qui se sont engagées dans des pratiques spéculatives risquées ou ont accordé des prêts qu'elles savaient ne pas pouvoir être remboursés – l'auteur admet cependant que la vague de faillites bancaires qui s'en suivrait serait éminemment périlleuse.

Loin d'avoir suivi une telle option, les autorités américaines ont cependant mieux géré la sortie de crise que les européens et obtenus de bien meilleurs résultats en matière de croissance et d'emploi : cela s'explique par le fait que la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle fut soutenue par une politique budgétaire expansionniste, dans un *policy mix* efficace. L'Etat s'est donc substitué aux agents privés pour maintenir la demande globale. Tel ne fut pas le cas de la zone euro, attachée au contraire à l'austérité budgétaire. Cette attitude s'explique par la crainte que le fardeau de la dette publique ne finisse par se heurter à une contrainte de solvabilité (comme lors de la crise des finances publiques de 2010-2012) ou ne vienne peser sur la demande, en détournant l'épargne des investissements productifs et en augmentant le taux d'épargne si les agents anticipent une hausse future de la fiscalité pour rembourser la dette (équivalence ricardienne). L'austérité budgétaire a toutefois un effet récessif en pesant sur la demande globale, comme ce fut le cas en zone euro entre 2011 et 2013, au point de d'avoir que le ratio dette publique / PIB que la rigueur budgétaire était censée réduire s'en est au contraire trouvé dégradé². Nous sommes ici de nouveau confrontés à la contradiction intrinsèque de l'encastrement de la monnaie dans la dette : la croissance exige de la création monétaire donc de la dette, et si l'Etat prend le relais des agents privés qui sont trop lourdement endettés pour soutenir la demande globale, il alourdit le fardeau de son propre passif au risque de se heurter à une limite de solvabilité, mais s'il n'accroît pas son déficit, l'économie entre en récession.

¹ Steve Keen, *L'Imposture économique*, Ivry-sur-Seine, *op. cit.*, p. 394.

² Dawn Holland et Jonathan Portes, « Self-defeating austerity ? », *National institute economic review*, 2012, vol. 222, n° 1, p. F4-F10.

A l'échelle mondiale, on constate que les Etats ont en grande partie pris le relai des ménages dans la dynamique d'endettement propre au régime néolibéral. En 2019, la dette mondiale atteint 322 % du PIB, soit plus de 40 points de pourcentage de plus qu'en 2007¹. L'essentiel de cette hausse concerne la dette publique, qui double sur la période, de moins de 35 000 milliards à 70 000 milliards de dollars, quand la dette des ménages augmente pour sa part d'un peu plus du tiers, passant de 35 000 à 48 000 milliards. Celle des sociétés non financières bondit de plus de 70 %, pour atteindre 74 000 milliards de dollars (soit près de 92 % du PIB mondial), poursuivant la hausse soutenue de la période précédente, comme le montre le graphique suivant (*ibid.*, p. 1) :



Source: IIF, BIS, IMF, National sources

On voit bien que la dette des ménages rapportée au PIB, en hausse entre 1995 et 2007, stagne entre 2008 et 2019, tandis que celle des Etats, en légère baisse sur la première période, connaît après la crise financière une hausse spectaculaire (comparable à celle du secteur financier entre 1995 et 2007, avant le recul dû à la Grande Récession). Cette évolution tient notamment à la situation américaine, où le déficit public s'est largement substituée aux crédits immobiliers comme moteur de la croissance. Pendant plus d'une décennie, les Etats-Unis semblent avoir trouvé un sentier praticable, quoiqu'escarpé, entre le piège européen d'une récession provoquée par

¹ Emre Tiftik et Khadija Mahmood, « Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse », IIF, 6 avril 2020, p. 2.

l'austérité, le risque grec d'un surendettement public (il est vrai que les Etats-Unis jouissent du « privilège exorbitant » d'émettre la monnaie de réserve mondiale), et le danger d'un nouvel effondrement financier. Mais cet équilibre n'a pas été maintenu sans peine comme nous l'avons vu avec l'exemple du mini-krach boursier de février 2018. Revenons plus en détail sur le contexte macroéconomique très particulier dans lequel s'inscrit cet évènement, car la période est riche en enseignements sur l'étonnant succès du *policy mix* américain, ses limites et les fortes tensions entre lesquels celui-ci se trouve pris.

Déclenché par la peur d'un retour de l'inflation, le mini-krach intervient après sept années et demi d'expansion (soit déjà plus que la moyenne des cycles américains) : la croissance mondiale s'élève d'après le FMI à 3-4 %, le taux de chômage est au plus bas depuis cinquante ans aux Etats-Unis (à 4,1 %), les indicateurs de climat des affaires et les enquêtes de confiance sont très positifs. Les agents en concluent donc qu'ils sont au sommet d'un cycle économique dont ils anticipent le retournement imminent. La menace se fait jour d'une pénurie de main-d'œuvre susceptible de renforcer le pouvoir de négociation des salariés, également conforté par la baisse constatée de l'immigration légale et illégale aux Etats-Unis. Les agents financiers anticipent une hausse des salaires et un retour de l'inflation. A cela s'ajoutent les baisses d'impôts massives et la forte augmentation des dépenses publiques impulsées (ou au moins annoncées) par Donald Trump : importante hausse des dépenses militaires, vaste plan d'investissement public dans les infrastructures¹, coûteux programme de sécurité aux frontières... Le Président américain se voit reprocher par la majorité des économistes de mener une ambitieuse politique de relance en fin de cycle, avant le retournement, ce qui ne pourrait conduire qu'à une surchauffe inflationniste ou un creusement du déficit commercial (que combat pourtant Donald Trump). C'est pour pallier ce danger supposé que la Fed remonte ses taux directeurs quatre fois en 2018 (conformément à ce qu'anticipaient les agents lors

¹ L'administration Trump annonce le 12 février 2018 un programme baptisé, « principes d'infrastructures », de réhabilitation des infrastructures vieillissantes (routes, ponts, ports, aéroports...) et de « transformation profonde », pour un total de 1500 Mds \$ (dont 200 Mds \$ de fonds fédéraux), soit le plus grand projet d'infrastructure aux Etats-Unis depuis la création du réseau autoroutier inter-États sous le président Eisenhower au milieu des années 1950. Ce programme ne sera toutefois pas voté par le Congrès faute d'accord bipartisan.

du mini-krach boursier), opposant une politique monétaire restrictive à la politique budgétaire expansionniste du Président Trump, qui condamne alors publiquement les dangers de cette politique « dingue » – parfaite illustration de la conflictualité intrinsèque à l'institution monétaire, en particulier aux Etats-Unis.

La normalisation de la politique monétaire est en effet déstabilisante pour les différents marchés financiers. La hausse des taux des bons du Trésor américains incite les opérateurs de marché à vendre des actions risquées pour placer leur épargne dans cet instrument bien moins risqué qu'est la dette souveraine, ce qui risque de peser sur les cours de bourse (dont dépend l'équilibre des fonds de pensions américain, et dont le Président fait l'indicateur privilégié de la réussite de sa politique économique). Le marché obligataire est également menacé, puisqu'une hausse des taux a pour effet de déclasser les obligations anciennement émises, moins rémunératrices. Enfin, en pesant sur l'investissement, notamment immobilier, la remontée des taux (même modérée, et en partie compensée par une légère inflation) risque de casser la reprise de l'économie réelle (et de faire chuter le marché immobilier en même temps que celui des actions et des obligations). Le danger menace d'ailleurs d'autres pays, puisque l'augmentation des rendements a aussi pour effet d'attirer les capitaux étrangers, comme on l'a déjà dit : les Etats-Unis drainent alors l'épargne mondiale en dollar, ce qui assèche les marchés des pays émergents. Il s'ensuit également un risque d'appréciation du dollar sur le marché des changes, ce qui freine les exportations et stimule les importations, creusant le déficit de la balance commerciale contrairement à ce que recherche le Président. On comprend donc toutes les raisons qui poussent ce dernier à critiquer la Banque centrale. Mais la *Federal Reserve* n'est pas seule responsable de la remontée des taux, qui doit aussi à la politique budgétaire menée par Trump lui-même : la baisse d'impôts et l'augmentation des dépenses menées par l'exécutif creusent le déficit américain, créant un besoin de financement qui fait remonter les taux d'emprunts des *treasuries* (dont le taux réel redevient positif).

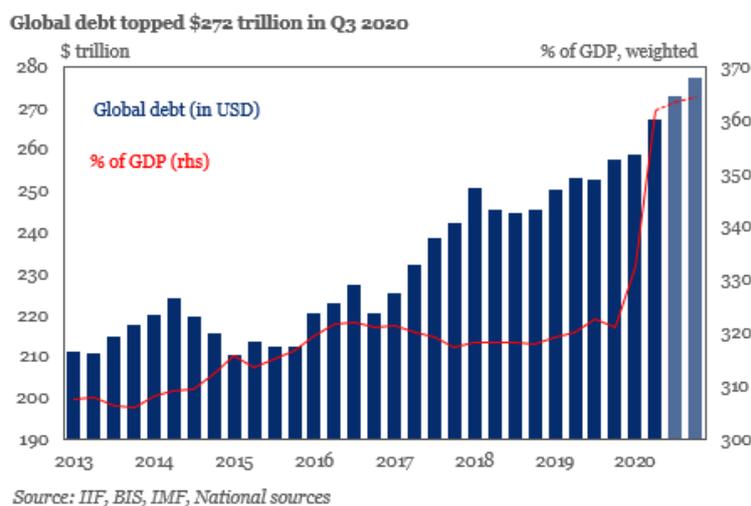
Quoiqu'il en soit, l'inflation peine finalement à s'installer, et la Fed abaisse ses taux en 2019, donnant finalement raison à Donald Trump (ou perdant son indépendance face à un exécutif ne cessant de politiser la gestion des taux en publiant ses désaccords

sur les réseaux sociaux). Comme nous l'avons dit, les Etats-Unis poursuivent alors leur croissance, connaissant alors la plus longue phase d'expansion depuis les années 1970, qui n'est finalement stoppée que par un choc exogène : la crise sanitaire mondiale de 2020. Entre-temps, le retournement de cycle attendu deux ans plus tôt par tous les observateurs n'a pas eu lieu, et le chômage continue de baisser. La courbe de Philips, associant la baisse du chômage au retour de l'inflation, ne semble plus s'appliquer, l'absence de surchauffe inflationniste pourtant promise par tous les experts révélant la perte de lisibilité de l'économie pour les chercheurs comme les acteurs de marché, qui sous-estimaient manifestement début 2018 l'ampleur du chômage caché¹. Rétrospectivement, cette séquence historique semble donc porteuse de quelques leçons :

- 1- Contrastant avec la situation européenne, la longue période de croissance et le recul continu du chômage aux Etats-Unis reposaient notamment sur une politique budgétaire expansionniste : le retour de la puissance publique semble donc nécessaire pour soutenir la demande globale.
- 2- Cette politique, qui était presque unanimement jugée déraisonnable par les économistes, ne s'est pas heurtée aux contradictions anticipées. L'ampleur des tensions déflationnistes accumulées tout au long du régime néolibéral et de sa crise (notamment sur le marché du travail, dont tant d'agents ont été progressivement écartés) ne doit donc pas être sous-estimée. Plus fondamentalement, la perte d'intelligibilité de la conjoncture économique révèle peut-être l'avènement de nouveaux équilibres institutionnels qui rendent obsolètes les anciens paradigmes interprétatifs – comme la configuration de la finance *punk* le laisse d'ailleurs supposer.
- 3- Le succès du *policy mix* américain demeure tout relatif, comme le révèle la réactivation de la baisse des taux *avant* la crise sanitaire. L'équilibre trouvé avant la pandémie s'avère fragile car toujours dépendant de l'accumulation

¹ A laquelle Janet Yellen, Présidente de la Fed jusqu'au début 2018 et spécialiste du marché du travail, était très sensible, auscultant les statistiques fines du taux d'emploi plutôt que le seul taux de chômage.

de dettes comme le montre le graphique ci-dessous¹, et des marchés financiers que cette accumulation nourrit.



Conclusion

La crise des *subprimes* et des dettes souveraines a révélé de manière spectaculaire les contradictions de la monnaie endogène qu'accommodait le mode de régulation néolibéral. Les Banques centrales ont réagi en déployant des politiques monétaires non conventionnelles, mais celles-ci nourrissent la chute des taux d'intérêt en territoire négatif, symbole d'une finance spéculative perdant toute confiance dans l'avenir, et s'avèrent incapables de relancer à elles seules la croissance et l'emploi en Europe, le continent semblant toujours au bord de la déflation malgré l'injection massive de liquidités par la BCE. Nombre d'économistes, de politiques ou d'institutions internationales comme le FMI, s'accordent à estimer que seul un nouveau *policy mix* à l'américaine, conjuguant une politique budgétaire expansive à la politique monétaire accommodante, serait à même de relancer durablement la demande et de ré-ancrer les anticipations d'inflation au niveau ciblé. Mais même la voie américaine s'avère précaire, obligeant la Fed à interrompre la trajectoire de normalisation de ses interventions – et ce, avant que n'éclate la crise sanitaire de 2020. Dans une telle situation, quel avenir se dessine pour la politique monétaire ?

¹ « Global Debt Monitor: Attack of the Debt Tsunami », IIF, 18 novembre 2020.

Chapitre VIII - Dépasser les contradictions à l'œuvre : quelques pistes de solution

Ainsi qu'on l'a vu, les autorités monétaires mondiales peinent à restaurer la demande globale et à faire revenir l'inflation, au point que les politiques non-conventionnelles semblent devenir la nouvelle convention, sans pour autant suffire à résoudre le problème. Les tensions déflationnistes persistantes sur les prix et les salaires ont bien sûr de multiples causes non-monétaires : la pression concurrentielle accrue par l'innovation technologique et la mondialisation, le vieillissement de la population, les faibles gains de productivité, le manque de pouvoir de négociation des salariés précarisés par les réformes néolibérales, les incertitudes géopolitiques (Brexit, conflit commercial sino-américain...), etc. Mais des facteurs propres aux contradictions de l'argent-dette peuvent aussi être mis en avant : le fardeau de la dette publique et privée accumulée depuis quatre décennies qui pèse aussi indéniablement sur la demande globale, de même que l'instabilité financière qu'elle nourrit, et la faiblesse du niveau de la confiance sur le marché interbancaire qui ne s'est jamais vraiment restauré depuis la crise de 2007. Quelles sont les pistes de solution ?

Face à la situation actuelle, les banquiers centraux et les élites financières mondiales semblent désespérés. C'est ce dont témoignent par exemple leurs controverses sur la cible d'inflation pertinente. Si la Réserve Fédérale et la Banque du Japon, qui n'avaient pas d'objectif chiffré officiel en la matière contrairement à la BCE et à la Banque d'Angleterre, ont convergé sur la définition de la stabilité des prix à 2 % à la faveur de la crise, créant donc un consensus entre les quatre plus grandes Banques centrales des pays développés (sans compter la Chine), cette cible à 2 % (ou « inférieur à, mais proche de 2 % », pour reprendre la formule de la BCE) pour l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen-terme a été remise en cause. Le débat a notamment porté sur la symétrisation de l'objectif (c'est-à-dire sur l'opportunité de viser un objectif de 2 %, et non « inférieur à » 2 %, en combattant symétriquement les écarts à la baisse comme à la hausse), mais la controverse va bien au-delà.

Dès 2010, Olivier Blanchard, alors chef économiste et directeur des études au Fonds monétaire international, plaidait pour remonter l'objectif à 4 %¹ : seule une politique monétaire plus volontariste permettrait d'éviter le piège déflationniste. A l'inverse, en 2019, Jacques de Larosière, ancien gouverneur de la Banque de France et ancien directeur général du FMI, estime qu'il faut abaisser la cible d'inflation des Banques centrales à 1 % pour ne pas qu'elles perdent leur crédibilité² : un renoncement qui tente de faire de nécessité vertu, véritable aveu d'impuissance. Jean-Claude Trichet³, ancien Président de la BCE, s'oppose à la première proposition comme à la seconde : la cible d'inflation ne saurait selon lui être redéfinie en fonction de la conjoncture. Le 27 août 2020, le Banquier central américain, Jerome Powell annonce, lors du forum estival des banquiers centraux, que la Fed laissera désormais l'inflation dépasser durablement les 2 % parce que l'objectif de plein-emploi prime désormais sur celui de stabilité des prix⁴. Un mois plus tard, François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, appelle la BCE à faire elle aussi du 2 % une cible de long terme plutôt qu'un plafond indépassable⁵, puis c'est au tour d'Olli Rehn, Gouverneur de la Banque de Finlande et membre du Conseil des Gouverneurs de la BCE, de faire de même le mois suivant⁶. En réalité, il est douteux qu'un tel seuil d'inflation soit véritablement atteint et dépassé, mais la déclaration de la Fed envoie un message aux marchés : la communication sur les objectifs (*forward guidance*) est considérée comme l'un des instruments essentiels dont disposent les autorités monétaires pour ancrer les

¹ Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia et Paolo Mauro, « Rethinking macroeconomic policy », *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, 12 février 2010.

² Marc Joanny, « L'inflation "normale" à 1%, le nier est une "erreur majeure"-Larosière », *Les Echos*, 19 juin 2019 (<https://investir.lesechos.fr/marches/actualites/l-inflation-normale-a-1-le-nier-est-une-erreur-majeure-larosiere-1856794.php>, consulté le 30/08/2020).

³ Dans « La BCE est-elle dans l'impasse ? », l'émission *Ecorama* du 16 septembre 2019, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

⁴ « La Fed met l'emploi au cœur de sa politique », *Le Figaro*, le 27 août 2020 (<https://www.lefigaro.fr/conjoncture/etats-unis-la-banque-centrale-autorise-l-inflation-a-augmenter-en-faveur-de-l-emploi-20200827>, consulté le 30/08/2020).

⁵ Guillaume Benoit, « Le gouverneur de la Banque de France appelle la BCE à revoir son objectif d'inflation », *Les Échos*, 25 septembre 2020 (<http://lesechos.fr/0603963838174.htm>, consulté le 26/09/2020).

⁶ Balazs Koranyi et Francesco Canepa, « La BCE devrait s'inspirer de la Fed pour l'inflation ? dit Rehn », Boursorama, 16 novembre 2020 (<https://www.boursorama.com/actualite-economique/actualites/la-bce-devrait-s-inspirer-de-la-fed-pour-l-inflation-dit-rehn-6891c935ae0588a466d9d16cec192932>, consulté le 16/10/2020).

anticipations d'inflation... avec les résultats que l'on sait. Si les erreurs de communication sont dangereuses en la matière¹, un discours parfaitement maîtrisé ne suffit évidemment pas à atteindre la cible annoncée de manière performative.

Quoi qu'il en soit, les politiques monétaires sont de plus en plus controversées, y compris au plus haut niveau, dans leurs objectifs, mais elles le sont tout autant dans leurs instruments : nous avons par exemple vu que la légitimité des outils non-conventionnels déployés par la BCE étaient très contestés en Allemagne, y compris sur le plan juridique, mais l'institution elle-même s'interroge sur leur efficacité. Pour la première fois depuis 2003 (cinq ans après sa création en 1998), la Banque centrale européenne a en effet lancé en janvier 2020², sous l'impulsion de sa nouvelle Présidente Christine Lagarde, une revue stratégique de sa politique monétaire (comme l'a fait la Fed). L'heure est à la remise en cause. Quelles solutions nouvelles permettraient aux politiques monétaires de retrouver leur efficacité ? Le débat académique propose plusieurs pistes de réflexion en rupture plus ou moins radicale avec l'ordre actuel : nouveau *policy mix* intégrant politique monétaire, budgétaire et macro-prudentielle ; mise au pas de la finance privée par une finance publique au service de la planification stratégique ; Théorie Monétaire Moderne ; effacement des dettes publiques détenues par les Banques centrales ; *helicopter money* ; « 100% Money »... Nous nous arrêterons successivement sur ces différentes options, en défendant l'idée selon laquelle les plus pertinentes sont celles qui vont jusqu'à remettre en cause l'encastrement de la création monétaire dans le rapport d'endettement.

¹ Comme l'a appris Christine Lagarde à ses dépens le 12 mars 2020 en provoquant une chute des cours historiques à la Bourse de Milan (- 16,92 %) et dans les autres bourses européennes, en déclarant que la BCE n'avait pas pour mission de réduire les *spreads* entre Etat, alors que l'écart entre le taux italien et le taux de référence (allemand) se creusait. AFP, « Coronavirus : la bourde de Christine Lagarde », *Le Point*, 13 mars 2020 (https://www.lepoint.fr/economie/coronavirus-la-bourde-de-christine-lagarde-13-03-2020-2367045_28.php, consulté le 30/08/2020).

² Avant de la reporter du fait de la crise sanitaire.

I/ Accommoder les contradictions de l'argent-dette

1) *Nouveau policy mix ou mise sous tutelle publique du système bancaire et financier ?*

Tout d'abord, il convient de ré-insister sur la nécessité d'un nouveau *policy mix* : comme nous l'avons vu, les politiques monétaires et budgétaires doivent être articulées pour maximiser leur effet expansionniste, désormais d'autant plus nécessaire avec la crise sanitaire. Cette question est décisive en particulier dans le cas de la zone euro, dont les chocs asymétriques, s'ajoutant à des trajectoires de longue durée divergentes pour des raisons structurelles, ne peuvent être régulés par la seule politique monétaire, par définition unifiée, sans le renfort politiques budgétaires diversifiées, coordonnées mais s'adaptant aux cycles propres à chaque Etat-membre. Une politique macro-prudentielle contra-cyclique (et là encore diversifiée en fonction des cycles financiers non synchronisés des pays de la zone euro¹) pourrait également s'ajouter à politique macro-conjoncturelle pour surmonter la contradiction entre les objectifs de stabilité monétaire et financière des Banques centrales : la stimulation monétaire, nécessaire à la croissance, à l'emploi et à l'évitement de la déflation, doit être compensée par un resserrement des contraintes prudentielles à même de lisser le cycle financier et éviter la formation de bulles spéculatives².

Il nous semble cependant qu'aucune politique de régulation, fut-elle d'inspiration postkeynésienne, ne saurait à elle seule dépasser les contractions qui menacent le modèle économique actuel : c'est en réalité tout un nouveau mode de régulation, c'est-à-dire d'équilibres institutionnels et de compromis sociaux, qui semble nécessaire. C'est du reste à cette même nécessité d'un nouveau modèle de capitalisme que Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet concluent leurs analyses statistiques de longue durée sur les taux d'intérêt :

¹ Michel Aglietta, « Cycles financiers en zone euro. Une hétérogénéité forte », in Isabelle Bensidoun et Jézabel Couppey-Soubeyran (dir.), *Carnets graphiques*, Paris, CEPII, 2018.

² Jézabel Couppey-Soubeyran et Salim Dehmej, « Pour une combinaison politique monétaire/politique macroprudentielle au service de la stabilité économique et financière de la zone euro », *Revue d'économie politique*, 2016, vol. 126, n° 1, p. 3 à 31, et « Réduire les divergences de la zone euro en régulant les cycles financiers », *La Lettre du CEPII*, n° 382, novembre 2017.

« Cette vision d'ensemble permet au moins une conclusion, dont l'apparente simplicité ne doit pas masquer l'importance : les années – ou décennies – à venir seront nécessairement différentes des trois décennies passées. La baisse des taux nominaux et du PIB nominal commencée au début des années 1980 est arrivée à son terme. Que ces valeurs stagnent ou remontent à l'avenir, l'évolution sera nécessairement autre que celle connue au cours des trente ou trente-cinq dernières années. Nous assistons bien à la fin d'une période. Quand on prend le recul nécessaire qu'offrent les séries historiques, il est ainsi remarquable que la crise financière et économique débutée en 2008 n'apparaît pas comme une rupture soudaine, mais comme la fin d'un cycle ouvert près de trente ans auparavant. »¹

Non seulement la période à venir ne saurait perpétuer les équilibres du régime néolibéral, mais elle sera nécessairement inédite, car elle s'ouvre par une configuration unique sur deux cents ans d'Histoire du capitalisme (*ibid.*) : « La comparaison avec le XIX^e siècle fait donc une nouvelle fois ressortir le fait que l'évolution des taux dans les années à venir ne ressemblera pas à celle d'une période antérieure », même si le volume des actifs financiers, en part du revenu national, a retrouvé à la fin du XX^e un niveau équivalent. En mobilisant la grille d'analyse de l'école de la régulation, notons que des ruptures majeures sont apparues dans la forme institutionnelle de la monnaie et de la finance (on l'a assez documenté avec les politiques non conventionnelles et les taux négatifs), mais aussi en matière d'insertion des économies domestiques dans l'économie mondiale (avec une remise en cause de la globalisation par le Brexit, le conflit commercial sino-américain, les fragilités révélées par la pandémie, les appels à la relocalisation et à la souveraineté stratégique, etc.) : financiarisation et mondialisation, qui furent les deux piliers du mode de régulation néolibéral, sont donc remises en cause – tout comme les formes d'intervention de l'Etat dans l'économie (l'appel à la planification stratégique s'imposant jusque dans le camps néolibéral), ou les formes de la concurrence (sous l'effet des monopoles numériques auxquelles la gauche radicale

¹ Vivien Levy-Garboua, Éric Monnet, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », art. cit.

américaine aimerait s'attaquer), tandis que les formes du rapport salarial connaissent des débuts d'évolution dans certains pays¹.

On rétorquera que la finance de marché n'a à ce jour pas connu de mise sous-tutelle réglementaire analogue à ce qu'elle avait subi après la crise de 1929, et qu'elle demeure au cœur du capitalisme contemporain, malgré sa tendance *punk* à l'autodestruction par les taux négatifs. Cela ne doit toutefois pas masquer un fait essentiel : ne vivant plus que sous perfusion permanente de liquidités injectées par les Banques centrales, la finance privée n'est plus un véritable ordre marchand régulé par la libre concurrence, mais bien davantage une fiction de marché maintenue à bout de bras par des acteurs publics. Certains analystes libéraux² vont jusqu'à estimer que dans une zone euro qui a *de facto* supprimé les taux de change internes par l'instauration d'une monnaie unique, les politiques monétaires non conventionnelles substitueraient désormais au taux d'intérêt et au taux d'inflation « naturels » des taux entièrement « artificiels »³, de sorte que toute la structure des prix s'en trouverait « faussée » par l'absence de prix de marché de l'argent par rapport à d'autres devises (taux de change fixes), par rapport au temps (taux d'intérêt décrétés par la BCE, qui détient une proportion considérable et sans cesse croissante de titres) et par rapport à l'ensemble des biens et services marchands (taux d'inflation). Nous ne serions plus, dès lors, dans une économie de marché, faute de prix de marché.

La crise sanitaire de 2020 accentue d'ailleurs le basculement de l'économie en direction du pôle de la souveraineté, parce que le pôle de la finance (soit l'autre face de la monnaie, qui constitue son ambivalence intrinsèque) ne cesse de se désagréger. Comme le fait remarquer Marc Fiorentino (éditorialiste sur BFM Business et Challenges)⁴, les Banques centrales administraient déjà les taux d'intérêt des dettes

¹ Essentiellement en Allemagne, où un salaire minimum a été imposé par la SPD dans son accord de coalition, menant à une hausse continue des salaires de l'ordre de 3 % par an, et où le puissant syndicat IGMetall a imposé un débat sur la semaine de 32 heures à la faveur de la crise sanitaire. Aux Etats-Unis, le programme du président élu Joe Biden, prévoit le doublement du salaire minimum fédéral.

² Comme Charles Gave, fondateur et président du *think tank* libéral « Institut des libertés », qui va jusqu'à comparer l'Union européenne à l'Union soviétique...

³ Nous dirions plutôt « exogènes » et « endogènes », car en économie, rien n'est « naturel » : tout n'est affaire que de rapports sociaux.

⁴ Dans l'émission *Ecorama* du 16 juillet 2020, présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

souveraines, mais aussi des obligations des grandes entreprises dont elles rachètent également les titres, et c'est désormais les crédits aux PME qui se voient encadrés et garantis par les Etats avec la crise sanitaire : la dernière étape serait l'administration du cours des actions des grandes entreprises (que la Banque du Japon achète déjà en masse, contrairement à la BCE et à la Fed sur laquelle elle semble avoir quinze ans d'avance¹, au point de devenir le premier détenteur d'actions d'entreprises japonaises), ou le rachat par la Banque Publique d'Investissement d'un grand nombre d'actions de PME en contrepartie des aides (soit une nationalisation partielle des PME, phénomène sans précédent). La sortie du capitalisme serait au fond déjà engagée selon ce commentateur pourtant très éloigné de la gauche radicale.

Le capitalisme justifie le taux d'intérêt et le profit par la rémunération de la prise de risque, or l'ère des taux nuls et du sauvetage permanent des banques et des grandes entreprises (par les Banques centrales et les Etats jouant le rôle de prêteur en dernier ressort généralisé) correspond à l'abolition du risque, donc à la fin du capitalisme tel que les capitalistes le définissent. Les marchés financiers maintiennent pourtant des profits spectaculaires, notamment par la hausse des cours, mais ils ont perdu toute liquidité et ne sont maintenus à flot que par l'injection permanente de monnaie Banque centrale, qui se substitue de plus en plus à la monnaie bancaire. Cet entre-deux paradoxal autorise toutes les critiques, puisque quand certains dénoncent l'excès de libéralisme, d'autres dénoncent sa disparition. Cette dernière interprétation, caricaturale, est bien sûr difficilement tenable, étant donné que ce sont les marchés eux-mêmes qui produisent, par leur effondrement spontané, la nécessité de telles politiques non-conventionnelles pour les maintenir. Comme le soulignait déjà Karl Polanyi à propos du XIX^e et du début du XX^e siècle², la régulation publique accrue, menée dans les directions les plus diverses y compris par des acteurs libéraux, n'est pas le fruit d'une idéologie, mais du pur pragmatisme, au contraire de l'ordre de marché qui, loin d'être spontané, avait été construit de manière planifiée selon une vision idéologique préalable. C'est

¹ Peut-être du fait de l'avance nippone en matière de vieillissement de la population ?

² Karl Polanyi, *La Grande Transformation*, *op. cit.*, Chapitre XII « Naissance du credo libéral », p. 199 à 2018 (en particulier p. 206 à 218). Notons au passage que selon l'auteur, « l'obstruction faite par les libéraux à toute idée de réforme comportant planification, réglementation et dirigisme a rendu pratiquement inévitable la victoire du fascisme ».

d'ailleurs faute d'un nouveau compromis social assumé sur une ligne idéologique en rupture claire avec l'idéologie libérale que se forme aujourd'hui cette configuration ambivalente : le maintien d'un monde ultra-libéralisé à bout de souffle, mais porté à bout de bras par la puissance publique.

Le parallèle avec l'analyse du XIX^e siècle que propose Karl Polanyi ne s'arrête pas là. Comme nous l'avons vu au Chapitre II, la monnaie était à l'époque transformée en simple marchandise, selon l'auteur, par l'institution de l'étalon-or, de la même manière qu'elle nous semble l'être aujourd'hui par son encastrement dans le rapport d'endettement, ainsi qu'on l'a dit ; mais une précision supplémentaire s'impose. La conséquence socialement insoutenable qui en résultait selon Polanyi était la même que celle auxquelles tentent aujourd'hui de s'opposer les politiques non-conventionnelles (c'est-à-dire la régulation publique accrue par pragmatisme), à savoir la tendance déflationniste fondamentale inscrite dans une telle institution. La tendance à la déflation est en effet inhérente à l'étalon-or selon Polanyi : la quantité d'or, donc de monnaie, n'augmentant pas au même rythme que les autres marchandises, la croissance de la production mène mécaniquement à la baisse des prix¹. Pour éviter les faillites à répétition qu'une baisse continue des prix rendrait inévitable du fait de la rigidité nominale des coûts de production, la solution libérale, socialement dévastatrice, consistait alors à réduire les salaires, et donc nécessairement le prix des grains soumis à la pression permanente de la concurrence internationale libéralisée... Or on retrouve selon nous les mêmes tendances dans le modèle néolibéral, ancrées cette fois non plus dans l'institution de l'étalon-or mais dans celle de l'argent-dette² : désinflation voire déflation produite notamment par l'accroissement continu du fardeau de la dette qui pèse sur la demande globale, compression des salaires pour maintenir la compétitivité

¹ *Ibid.*, p. 203.

² Il y a trois quarts de siècle, Polanyi considérait pour sa part au contraire la monnaie de crédit comme une souplesse institutionnelle, une monnaie intérieure (distincte de la monnaie extérieure qu'est l'or) dont la régulation par la Banque centrale (notamment la répartition des pertes et la dilution du risque) adoucissait les ajustements sociaux rendus nécessaires par la transformation de la monnaie en marchandise (régulée par le seul marché) dans le cadre de l'étalon-or (même si la priorité était selon lui systématiquement donnée à la stabilité de la monnaie extérieure quand il fallait choisir entre les deux).

dans un tel contexte de croissance faible, baisse des prix des marchandises dont la production est délocalisée en Chine (ce qui accentue la déflation).

Il n'est donc pas étonnant que cette séquence aboutisse à une nouvelle Grande Transformation, c'est-à-dire un mouvement spontané de ré-encastrement des rapports économiques dans les rapports sociaux, à commencer à la monnaie, qui fait l'objet d'une régulation politique accrue aboutissant à un monde hybride – celui de la finance punk, encore dérèglementée, mais néanmoins sur tutelle publique. Cet état de fait désarçonne les acteurs et les observateurs des marchés financiers, qui ne cessent de s'interroger fébrilement dans les médias sur le sens des taux négatifs, pour s'en réjouir ou s'en affoler, mais jamais sans perplexité. L'univers économique semble frappé par une perte de sens généralisé, due au fait que l'avenir est perdu de vue par les agents incapables de se projeter faute d'une coordination suffisante pour faire émerger un horizon commun. Ce défaut de coordination s'explique à nos yeux par la persistance d'une hésitation entre deux mondes, l'un déjà révolu, l'autre se refusant encore à naître : un monde ultra-libéralisé qui confie avec une foi aveugle sa coordination sur l'avenir aux marchés financiers instables régis par les intérêts privés, et un monde coordonné par la puissance publique fixant des horizons de sens partagés sur le long terme en fonction d'objectifs politiques.

En effet, l'économie de marché se caractérise par la contradiction fondamentale entre l'interdépendance des agents (spécialisés chacun dans un seul type de production et dépendant des autres pour satisfaire l'essentiel de leurs besoins et désirs du fait de la division du travail), et la décentralisation des prises de décision (dans un rapport social se définissant par la séparation radicale entre les coéchangistes, ainsi que l'a montré André Orléan à travers le concept de « séparation marchande »¹). Dès lors, la coordination des agents passe nécessairement par une vision commune minimale de l'avenir – *a fortiori* dans une économie capitaliste complexe. Or l'avenir n'est pas connaissable : contrairement à ce que suppose la théorie néoclassique (notamment à travers son concept de risque entièrement probabilisable et de valeur fondamentale des titres), il est radicalement incertain (ainsi que l'a compris Keynes). Comme l'expliquent

¹ André Orléan, *L'Empire de la valeur*, Paris, Seuil, 2011.

Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot¹, l'idée même qu'un avenir connaissable déterminerait les prises de décisions présentes inverse le sens logique de la causalité temporelle : c'est en réalité une convention financière partagée par tous dans le présent qui crée un horizon commun (conventionnel et donc incertain) concernant l'avenir, ce qui permet en retour aux agents de prendre leurs décisions présentes en matière de consommation, d'épargne, d'investissement, de placement, etc. (c'est le bouclage autoréférentiel).

Une telle convention peut être construite par les marchés financiers eux-mêmes : elle est alors le fruit du mimétisme en médiation interne d'agents en quête de profits et de liquidités, processus dont la convergence aboutit certes à une auto-transcendance temporaire, à l'instauration d'une croyance partagée qui s'impose à tous les acteurs, mais qui demeure marquée par une forte instabilité – en plus de ne procéder que d'intérêts privés focalisés sur les gains monétaires de court terme. L'horizon partagé peut aussi être défini politiquement, imposé de manière transcendante par la puissance publique (donc bien plus stable que toute convention émergeant du marché de manière immanente) en fonction de l'intérêt général de long terme. Michel Aglietta en appelle à une mise au pas de la finance privée, préférant que la coordination des agents passe désormais d'abord par la finance publique, plus précisément par un réseau de banques publiques de développement et d'investisseurs publics (comme la Caisse des Dépôts) appuyés par les Banques centrales, mais aussi par les investisseurs institutionnels que l'Etat contraindrait à orienter leurs capitaux selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance conformes à sa stratégie industrielle, pour financer des chantiers clairement définis par le politique, comme la transition écologique². On peut, dans la même veine, évoquer l'appel de Benjamin Lemoine à reconstituer le Circuit du

¹ Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, *op. cit.*, Chapitre I, § « L'Efficiency financière et la coordination par le futur », p. 34 à 36.

² « Penser le capitalisme avec Michel Aglietta », journée d'échange organisée par la Banque de France, l'Université Paris Nanterre, le CEPII, l'OFCE et la Caisse des Dépôts, 29 mai 2018 (<https://www.banque-france.fr/29-mai-2018-penser-le-capitalisme-avec-michel-aglietta>, consulté le 18/10/2020). Voir aussi Michel Aglietta (dir.), *Capitalisme, le temps des ruptures*, Paris, Odile Jacob, 2019, Chapitre IX « Pour une croissance inclusive et soutenable », § « La transformation de la finance (II) : changement climatique et investissements de long terme ».

Trésor tel qu'il existait dans les Trente Glorieuses (à l'aide d'outils comme les planchers d'effets publics) :

« Le marché était rendu à une force secondaire, la puissance publique décidant des "bons" investissements, de leur taux de rémunération, des secteurs stratégiques, ainsi que de l'horizon à moyen et long termes. [...] [Il faut viser] la suprématie de la puissance publique sur les mondes de l'argent privé, mais surtout la possibilité de flécher l'argent et de le réencastrer dans l'intérêt commun. Il faut assumer que la puissance publique est une force d'investissement et non une entité dans laquelle la finance est loisible d'investir. »¹

C'est en effet par une régulation publique drastiquement accrue – une véritable tutelle publique comme celle que connaissait le régime fordiste – que les contradictions du mode de régulation néolibéral nous semblent pouvoir être surmontées : outre la gestion de la crise écologique, de tels dispositifs permettraient notamment la réduction des inégalités nationales et mondiales, la reconquête de services publics de qualité (notamment en matière d'éducation et de santé) et d'une souveraineté industrielle sur les enjeux stratégiques, la gestion sociale de la raréfaction des emplois sous le coup de l'automatisation, etc.

Des propositions comme celles de Michel Aglietta ou de Benjamin Lemoine nous semblent aller bien plus loin qu'un simple *policy mix* macroconjoncturel et macroprudentiel qui tenterait simplement d'accommoder les contradictions de la finance de marché sans lui retirer sa place centrale dans le système capitaliste. Il est ici question de remettre l'Etat au centre de la finance, ce qui entre en résonance avec bien des discours actuels sur le retour de la planification voire des nationalisations stratégiques. Elle répond aux attentes d'une théorie *qualitative* de la monnaie d'inspiration postkeynésienne, c'est-à-dire soucieuse de la qualité des contreparties de la création monétaire qui doit être affectée à des dépenses productives aptes à stimuler l'activité dans la sphère réelle (ce que ne faisait pas les politiques d'assouplissement

¹ Benjamin Lemoine, « Il faut subvertir les lois du marché pour financer la crise », *Libération*, 27 mai 2020 (https://www.liberation.fr/debats/2020/05/27/il-faut-subvertir-les-lois-du-marche-pour-financer-la-crise_1789581, consulté le 30/08/2020).

quantitatif, inspirées par une théorie purement quantitative de la monnaie abandonnant l'affectation des encaisses créées au libre jeu du marché). En ceci, elle surmonte donc une des contradictions de la monnaie endogène et de la fonctionnalisation de l'endettement : l'abandon *non seulement du montant mais aussi de l'affectation* de la création monétaire aux décisions privées décentralisées, sans qu'aucun mécanisme d'autorégulation ne garantisse que le montant et l'affectation effectifs permettent une croissance de plein-emploi modérément inflationniste.

Toutefois, même la substitution de la finance publique à la finance privée comme institution centrale de la coordination marchande repose sur une logique d'endettement croissant¹. La dette publique devra s'accroître considérablement, fut-ce pour financer des investissements stratégiques de long terme², or elle atteint déjà des niveaux tout à fait inédits hors période de guerre, comme on l'a vu, ce qui pose la question de sa soutenabilité. Les Etats portent déjà un fardeau de dette publique considérable, dont les tenants d'une politique austéritaire prennent argument pour refuser le creusement des déficits publics – quitte à infliger un multiplicateur budgétaire négatif à l'économie, le cas le plus dramatiquement spectaculaire sur ce point étant l'exemple grec. La crise sanitaire due à la COVID-19 aggrave bien sûr ce diagnostic. Face à une telle situation, il semble que les options théoriques disponibles soient vouées à se polariser : soit l'on considère que le poids de la dette publique est le problème prioritaire, qui justifie la poursuite des politiques austéritaires (au risque, on l'a dit, d'aggraver le problème en déprimant l'économie, donc en alourdissant le poids relatif de la dette), soit l'on estime que la relance budgétaire est la solution, mais cela implique désormais de considérer que la dette publique ne représente en rien un obstacle.

¹ Tout comme la solution, moins ambitieuse, d'un *policy mix* renouvelé reposant non pas sur des banques publiques de développement prenant entièrement le pas sur la finance privée, mais sur une simple régulation de celle-ci par une politique monétaire *et budgétaire* expansionniste.

² Même si les dépenses de fonctionnement de l'Etat pourraient se financer à coût nul par la réquisition temporaire des trésoreries des « correspondants du Trésor » comme dans les Trente Glorieuses, et que tout dette verrait son poids relatif réel réduit par le retour de la croissance et de l'inflation.

2) La Théorie Monétaire Moderne et le fardeau de la dette

La dette publique pose-t-elle vraiment problème dès lors que l'Etat contrôle la création monétaire ? C'est la question posée par les tenants de la Théorie Monétaire Moderne comme Larry Randall Wray¹, pour lesquels la dette de l'Etat n'est *jamais* un problème, les déficits publics n'étant que le vecteur de la régulation macroéconomique (donc la condition de l'équilibre de plein-emploi, que l'Etat doit même garantir en assumant explicitement un rôle d'employeur en dernier ressort), et ne venant buter sur aucune limite de financement dès lors que la Banque centrale se montre accommodante. La solvabilité de l'Etat n'est donc jamais un problème. Cette position est assez radicale, mais il semble que tout espace intermédiaire entre elle et la position austéraitaire se dérobe tant le poids de la dette publique s'accroît tandis que la croissance et l'inflation s'enlisent. C'est ce qui explique à nos yeux la percée médiatique qu'a connue ce courant en 2019. Aux Etats-Unis, un vif débat a d'abord opposé, en mars, l'économiste Stephanie Kelton² (conseillère de Bernie Sanders) à Paul Krugman et Larry Summers³. La controverse gagne ensuite la France pendant plusieurs mois : d'avril à août 2019, plusieurs grands journaux de divers bords, analystes ou économistes (y compris de premier plan) se saisissent publiquement de ce débat⁴ sur lequel même le

¹ Larry Randall Wray, *Understanding Modern Money*, *op. cit.*

² Stephanie Kelton, « How We Think About The Deficit Is Mostly Wrong », *New York Times*, 5 octobre 2017 (<https://www.nytimes.com/2017/10/05/opinion/deficit-tax-cuts-trump.html>, consulté le 30/09/2020), et « Paul Krugman Asked Me About Modern Monetary Theory. Here Are 4 Answers », *Bloomberg Opinion*, 1^{er} mars 2019 (<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-01/paul-krugman-s-four-questions-about-mmt>, consulté le 30/09/2020).

³ Paul Krugman et Larry Summers, « The Left's Embrace Of Modern Monetary Theory Is a Recipe For Disaster », *The Washington Post*, 4 mars 2019 (https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6_story.html?noredirect=on&utm_source=reddit.com, consulté le 30/09/2020).

⁴ Notamment Bruno Amable, « La «Modern Monetary Theory» ou le financement monétaire de la dépense publique », *Libération*, 29 avril 2019 (https://www.liberation.fr/debats/2019/04/29/la-modern-monetary-theory-ou-le-financement-monetaire-de-la-depense-publique_1724054, consulté le 30/09/2020) ; Martin Anota, « La théorie monétaire moderne sous le scalpel d'un postkeynésien sceptique », *A la marge - Blog Alternatives Economiques*, le 3 mai 2019 (<https://blogs.alternatives-economiques.fr/anota/2019/05/03/la-theorie-monetaire-moderne-sous-le-scalpel-d-un-postkeynesien-sceptique>, consulté le 30/09/2020) ; Patrick Artus, « Le débat autour de la théorie monétaire moderne est passionnant », *Le Monde*, le 17 mai 2019 (https://www.lemonde.fr/idees/article/2019/05/17/patrick-artus-le-debat-autour-de-la-theorie-monetaire-moderne-est-passionnant_5463530_3232.html, consulté le 30/09/2020) ; François-Xavier Oliveau, « La "théorie monétaire moderne", fausse théorie mais vrai impôt », *Les Echos*, 26 juin 2019 (<https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/la-theorie-monetaire-moderne-fausse-theorie-mais-vrai-impot-1032433>, consulté le 30/09/2020) ; Patrick Artus, « Que penser

MEDEF prend position¹. En septembre 2019, Mario Draghi, Président de la BCE, déclare que la Banque centrale devrait s'intéresser à cette théorie².

Bien que notre préférence aille à la conception postkeynésienne de l'économie, il nous semble que la version radicale qu'en propose la MMT pose problème : considérer, dans la lignée de la théorie de la finance fonctionnelle d'Abba Lerner³, que le déficit et la dette publics ne posent *jamais* de difficulté⁴, quel que soit leur niveau, nous paraît en effet très optimiste au regard de l'Histoire : comme on l'a vu au Chapitre V, la dette publique issue de la Grande Guerre fut au cœur de l'instabilité monétaire et politique des années 1920 en France ; et si en 1945 le fardeau de l'endettement, encore plus lourd qu'en 1918, a certes été résolu très rapidement, ce fut au prix d'une inflation considérable. Plus récemment, le cas des pays d'Amérique du Sud ou de la Grèce témoignent du potentiel de déstabilisation macroéconomique que conserve à notre époque une dette publique hors de contrôle. La MMT sous-estime à nos yeux ce facteur de défiance que constitue l'alourdissement du passif de l'Etat. La confiance collective dépend en effet des politiques budgétaires menées, mais si celles-ci font de l'Etat un débiteur toujours plus endetté, la confiance collective repose *in fine* sur la confiance dans sa solvabilité, soit une forme d'encastrement de la confiance collective (incarquée par la monnaie et l'Etat) dans la confiance bilatérale entre créancier et débiteur qui caractérise le rapport d'endettement.

de la « théorie monétaire moderne ? », émission «*Libre propos* animée par Adrien de Tricornot, diffusée le 1^{er} juillet 2019 sur Xerfi Canal ; André Grjebine, « L'Europe doit-elle s'inspirer de la nouvelle théorie monétaire en vogue aux États-Unis ? », *Le Figaro*, 15 juillet 2019 (<https://www.lefigaro.fr/vox/economie/l-europe-doit-elle-s-inspirer-de-la-nouvelle-theorie-monetaire-en-vogue-aux-etats-unis-20190715>, consulté le 30/09/2020) ; Gilbert Blardone, « La théorie monétaire moderne libère de la peur de l'endettement », *Le Monde*, 18 août 2019 (https://www.lemonde.fr/idees/article/2019/08/18/gilbert-blardone-la-theorie-monetaire-moderne-libere-de-la-peur-de-l-endettement_5500417_3232.html, consulté le 30/09/2020).

¹ « Théorie monétaire moderne : une fausse bonne idée qui n'a rien de moderne », MEDEF, 25 juillet 2019 (<https://www.medef.com/fr/actualites/theorie-monetaire-moderne-une-fausse-bonne-idee-qui-na-rien-de-moderne>, consulté le 30/09/2020).

² Fergal O'Brien, « Draghi Says ECB Should Examine New Ideas Like MMT », *Bloomberg*, 23 septembre 2019 (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-23/draghi-says-ecb-should-examine-new-ideas-like-mmt>).

³ Abba P. Lerner, « Functional finance and the federal debt », *art. cit.*

⁴ « Un gouvernement souverain dépense en émettant sa propre devise et, étant l'unique émetteur de cette devise, il n'a aucune contrainte quant à sa capacité à dépenser », Yeva S. Nersisyan et Larry Randall Wray, « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, 2011, vol. 1, n° 116, p. 173 à 190.

On objectera que l'Etat ne souffre aucune limite de solvabilité, puisqu'il est immortel, qu'il peut prélever des ressources par la contrainte de l'impôt, et surtout parce qu'il peut battre monnaie et en imposer le cours légal. Cet argument éloigne d'ailleurs aussi le spectre d'une mise sous tutelle de l'Etat débiteur par ses créanciers (les marchés financiers ou les institutions internationales), le rapport d'endettement pouvant être un redoutable rapport de domination comme nous l'avons vu dans le cas de la Grèce (Annexe du Chapitre I, p. 59) ou des pays du Tiers-monde subissant les plans d'ajustement structurels du FMI et de la Banque mondiale (p. 290). Mais l'absence de limite à la solvabilité de l'Etat dépend finalement de l'absence de limite à son pouvoir de création monétaire... or la création monétaire n'est pas sans limite.

En réalité, cela dépend bien sûr de la conception que l'on se fait de la nature-même de la monnaie et des forces sociales qui la créent et en maintiennent l'existence. Ici se fait jour à nos yeux une faiblesse de la Théorie Monétaire Moderne, dont le soubassement conceptuel est d'inspiration néochartaliste : rappelons en effet que l'école chartaliste fondée par Georg Knapp considère la monnaie comme une « créature de l'Etat »¹, surestimant sans doute le pouvoir de celui-ci sur la création monétaire. Le pouvoir d'émission du souverain n'est en effet pas sans limite, ainsi que le prouvent les cas d'hyperinflation, par lesquels la société civile, perdant confiance dans une monnaie créée en trop grande quantité, la rejette brutalement. La crise des assignats pendant la Révolution française témoigne du fait que même la menace de la guillotine ne suffit pas à rendre acceptable comme moyen de paiement une monnaie surabondante. C'est l'exemple que prennent Frédéric Lordon et André Orléan dans leur article sur le modèle de la puissance de la multitude (art. cit.) qui propose une genèse conceptuelle de la monnaie que nous considérons comme une alternative à l'approche chartaliste.

¹ Pour Knapp, « la monnaie est une créature de la loi », or « la loi procède de l'État ; l'argent est donc une institution de l'État ». Georg Friedrich Knapp, *Staatliche Theorie des Geldes*, Leipzig, Duncker und Humblot, 1905 ; trad. anglaise : *The State Theory of Money*, Londres, Simon Publications, 2003, préface (notre traduction). L'expression « créature de l'Etat » se trouve chez Abba Ptachya Lerner, « Money as a Creature of the State », *art. cit.*

Il s'agit en effet pour ces auteurs, à la suite de Carl Menger (art. cit.), de considérer la monnaie marchande comme émergeant nécessairement¹ du libre jeu du désir acquisitif des producteurs-échangistes, par un processus d'auto-instaurations naissant des individus mais s'imposant finalement à chacun d'eux sur le modèle de l'auto-transcendance. Nous remarquons d'ailleurs qu'un tel modèle s'applique à une monnaie-marchandise comme chez Marx (chaque producteur-échangiste tentant d'imposer son propre bien comme moyen de paiement universel des échanges)², et ne doit rien à l'existence du rapport d'endettement, qui est ignoré par les auteurs même s'ils rappellent dans une note que leur raisonnement s'appliquerait aussi bien à des titres de dettes qu'à des biens... ce qui nous semble ignorer le potentiel de fragilisation qu'implique l'encastrement de la monnaie (rapport social collectif, communautaire) dans la dette (rapport social bilatéral, interindividuel), comme Fisher l'a montré dans son analyse des *bank runs* ou de la spirale désendettement-destruction monétaire-déflation.

Quoiqu'il en soit, le modèle de Frédéric Lordon et André Orléan a l'immense mérite d'expliquer comment la monnaie, née des désirs individuels qu'elle polarise, peut être détruite par les forces de sédition de la société civile. Ainsi, l'émetteur de la monnaie, quel qu'il soit (en termes girardien, celui sur le bien duquel s'est opérée la convergence mimétique ; en termes spinozistes, celui qui a réussi la capture de la puissance de la multitude) est contraint dans son pouvoir de création monétaire par les limites de l'acceptation sociale de la monnaie comme moyen de paiement par la population qui la fait circuler dans ses échanges quotidiens. Les auteurs estiment que le pouvoir d'émission revient naturellement à l'Etat, qui a plus d'intérêts que quiconque, et surtout plus de moyens que tout autre agent, de s'en assurer la capture, mais même son pouvoir de prescription légale et sa monopolisation de la violence légitime ne le

¹ Menger admettant le troc, contrairement à nos auteurs, il ne considère pour sa part pas l'équilibre monétaire comme nécessaire à l'économie de marché.

² Le bien élu cessant d'être une marchandise dès lors qu'il devient monnaie, comme l'ont montré Michel Aglietta et André Orléan dès 1982 dans *La Violence de la monnaie* (*op. cit.*) avec une relecture girardienne de la théorie marxiste des trois formes de la valeur : l'élection monétaire vaut exclusion du monde des marchandises.

rendent pas tout puissant sur la monnaie qui n'est pas sa créature, contrairement à ce qu'affirme Knapp : même la guillotine est impuissante face à l'hyperinflation.

Nous insisterions toutefois davantage que les auteurs sur le rôle de l'Etat dans l'établissement d'un ordre monétaire stable : sans une croyance collective aussi forte que le fétichisme pour l'or, il nous semble que l'Etat, le cours légal qu'il impose et surtout l'acceptation du signe monétaire qu'il émet pour le paiement de l'impôt, est aujourd'hui nécessaire pour fonder la confiance collective dans l'acceptation universelle de la monnaie¹. C'est ce que l'expérience des crypto-monnaies comme le bitcoin nous semble révéler : n'étant pas acceptées pour le paiement de l'impôt, elles n'ont aucune base territoriale stable, le nombre d'utilisateurs variant au fil du temps, de sorte que leur valeur est très volatile, ce qui provoque leur financiarisation. Sans l'appui de la souveraineté, les crypto-monnaies nous paraissent donc vouées à demeurer des actifs spéculatifs plutôt que de véritables monnaies : comme le soulignent Ludovic Desmedt et Odile Lakomski-Laguerre, « le terme de *crypto-actifs* s'est imposé, remplaçant celui de crypto-monnaies et traduisant un glissement sémantique significatif, notamment dans le discours des autorités monétaires officielles »². La réalité du rapport de l'Etat à la monnaie nous semble donc se situer entre Menger et Knapp, bitcoin et assignat : la monnaie n'est pas une créature de l'Etat, mais elle n'est viable que domestiquée par lui. Et inversement, la monnaie ne peut exister sans l'Etat, mais l'Etat n'est pas tout puissant

¹ Il en va d'ailleurs sans doute de même aux époques antérieures, y compris pour les monnaies-or. Le médiéviste Sylvain Piron reproche ainsi explicitement à André Orléan de mésestimer le rôle de l'Etat qui est toujours selon lui à l'origine de la création des monnaies (l'exemple emblématique étant le cas du roi Crésus de Lydie à l'origine des premières pièces de monnaie) – cf. Sylvain Piron, interviewé par Tiphaine de Rocquigny sur France Culture dans *Entendez-vous l'éco ?*, série « Chroniques de l'interventionnisme », Épisode 1 : « Philippe le Bel et l'invention d'une monnaie royale », le 01/06/2020 (<https://www.franceculture.fr/emissions/entendez-vous-leco/chroniques-de-linterventionnisme-14-philippe-le-bel-et-linvention-de-la-monnaie-unique>, consulté le 21/07/2020), à partir de 20 minutes et 20 secondes. De la même manière, l'anthropologue David Graeber (*op. cit.*, notamment p. 275 à 277) estime que les pièces de monnaie sont une création des Etats pour ne pas avoir à payer leurs soldats en nature : mettant les pièces en circulation par les dépenses militaires et *en imposant l'acceptation par la levée de l'impôt*, ils favorisaient ainsi l'émergence de marchés se chargeant du ravitaillement des armées.

² Ludovic Desmedt et Odile Lakomski-Laguerre, « L'eldorado Bitcoin », *La vie des idées*, 3 juillet 2018 (<https://laviedesidees.fr/L-eldorado-Bitcoin.html>, consulté le 19/09/2020). Voir aussi, des mêmes auteurs, « L'alternative monétaire Bitcoin : une perspective institutionnaliste », *Revue de la régulation*, n° 18, 2^e semestre / Automne 2015.

sur la monnaie. Aussi, si une reprise de contrôle de l'Etat sur la création monétaire nous semble souhaitable, celle-ci ne saurait être pour autant sans limites.

Il est pourtant frappant de constater que le déploiement historique récent du capitalisme néolibéral semble faire converger la réalité économique vers une telle reprise de contrôle public de la monnaie : la BCE rachète massivement des titres de dette souveraine depuis des années à travers ses plans successifs d'assouplissement quantitatifs, ce qui semble délivrer les Etats de toute contrainte de solvabilité sans faire revenir l'inflation, conformément à ce que prônait la Théorie Monétaire Moderne. Cela ne va toutefois pas sans nourrir de sérieuses inquiétudes sur la solidité du bilan de la BCE et de vifs débats économiques et juridiques (jusqu'au niveau constitutionnel en Allemagne), couvrant un conflit de classe (entre capitalistes et salariés ou chômeurs, mais aussi entre créanciers profitant de la rente publique et citoyens-débiteurs) et un conflit géopolitique (entre l'Europe centrale et nordique et l'Europe du Sud). De plus, cette politique monétaire contestée est toujours insuffisante pour relancer à elle seule l'économie, comme nous l'avons dit, et semble prisonnière d'une fuite en avant à chaque nouveau choc (crise des *subprimes*, crise des dettes souveraines, crise sanitaire de la Covid-19) qui augmente le fardeau de la dette publique.

Ce dernier point est essentiel. Même en faisant fi de tout risque de retour d'une inflation excessive (menace qui paraît en effet assez lointaine à ce jour), une question doit être posée aux néo-chartalistes : en admettant la logique keynésienne qu'il y a à créer de la monnaie pour financer la nécessaire relance de la dépense publique (d'autant plus nécessaire face aux enjeux sociaux, sanitaires et écologiques auxquels font aujourd'hui face les Etats), *pourquoi passer par la dette ?* Dans un célèbre ouvrage paru en 2009¹, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff affirment, sur la base d'une étude économétrique sur huit siècles et soixante pays, que les crises de la dette publique sont un sujet à prendre au sérieux : elles étaient la norme pour la majorité des pays jusqu'au XIX^e siècle, où les plus développés d'entre eux ont finalement cessé de faire défaut (à l'inverse, les crises bancaires demeurent récurrentes dans tous les pays,

¹ Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009.

indépendamment de leur niveau de développement économique). Le fardeau de la dette pèse en outre sur la croissance : une dette publique supérieure à 90 % conduirait à une croissance négative. L'année suivante, les auteurs soutiennent dans un article¹ que la croissance d'un pays serait divisée par deux si sa dette extérieure atteignait 90 % de son PIB. En pleine crise des dettes souveraines en zone euro, leurs travaux trouvent un grand écho, mais des études² invalideront le chiffre avancé dans l'article (et absent de l'ouvrage de 2009, qui n'est pas remis en cause), déclenchant une vaste polémique. Le fait que des économistes néolibéraux s'emparent du sujet de la dette publique pour le caricaturer, le constituer comme problème et comme « arme de dissuasion sociale massive » (selon l'expression de Benjamin Lemoine) pose évidemment question, mais ne doit pas nous conduire pour autant à tomber dans l'excès inverse en sous-estimant complètement l'enjeu.

Le sujet est d'autant plus sérieux que nous sommes aujourd'hui confrontés à un fardeau de dette publique comparable à celui hérité des deux Guerres mondiales, comme on l'a vu, mais sans que l'inflation ne vienne l'éroder (ce qui fut pourtant par le passé la condition de sa soutenabilité) : une éventuelle remontée des taux appliquée à de tels volumes étranglerait financièrement les Etats. La politique monétaire accommodante que prônent les néochartalistes résoudrait bien sûr provisoirement le problème, mais même si elle était mise en place, rien ne garantit qu'elle serait appliquée perpétuellement : l'accumulation d'une forte dette publique, fût-elle détenue par la Banque centrale, expose toujours l'économie au risque d'un changement de régulation aux effets dévastateurs.

Ainsi, la MMT nous semble discutable tant sur sa conception de la monnaie comme créature de l'Etat sur laquelle celui-ci serait tout-puissant (ce qu'invalide à nos yeux les multiples exemples historiques d'hyperinflation) que sur sa conception du déficit public comme simple variable de régulation macroéconomique non-problématique (ce qui sous-estime à nos yeux les dangers qu'implique un excès

¹ Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, « Growth in time of debt », *American economic review*, 2010, vol. 100, n° 2, p. 573 à 578.

² Thomas Herndon, Michael Ash et Robert Pollin, « Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff », *Cambridge journal of economics*, 2014, vol. 38, n° 2, p. 257 à 279.

d'endettement public : l'instabilité monétaire et politique que celui-ci peut engendrer comme dans la France des années 1920, le risque de tomber sous la domination des créanciers comme la Grèce dans les années 2010 si la Banque centrale ne se montre pas accommodante, ou encore l'impact potentiel sur la croissance mis en avant par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff). Il existe cependant des pistes de réflexion alternatives qui ne prêtent pas le flanc aux mêmes critiques. Ces propositions sont pourtant plus radicales encore que la MMT en ceci qu'elles vont jusqu'à remettre en question l'encastrement de la création monétaire dans la dette.

3) Effacement des dettes ou hélicoptère monétaire ?

L'excès d'endettement public est un problème majeur, un frein aux tentatives de construire un nouveau régime de croissance sur l'essor des finances publiques comme le précaunise la théorie néochartaliste. Or une part significative (et en augmentation) de la dette publique est désormais détenue par la Banque centrale (donc, indirectement, par l'Etat lui-même), et l'institutionnalisation des politiques non-conventionnelles ou l'attrait de la MMT laisse envisager la possibilité que la totalité de la dette souveraine soit un jour détenue par l'institution d'émission. Pourquoi, dès lors, ne pas effacer cette dette ? Cette proposition (ou la variante de la dette perpétuelle à taux nul, pur oxymore strictement équivalente en pratique à une annulation) a elle aussi suscité un vif intérêt – de Jean-Luc Mélenchon à Alain Minc – et un non moins vif débat ouvert en France en avril 2020 tant sur le plan juridique¹ qu'économique² – et fort suivi par des journaux nationaux comme *Les Echos* au cours du mois de mai³. L'un des enjeux majeurs de la polémique porte sur les conséquences comptables d'une telle opération pour la Banque

¹ Hubert de Vauplane, « Covid-19 : faut-il annuler les dettes abyssales à venir des États ? », *Le Grand Continent*, 9 avril 2020 (<https://legrandcontinent.eu/fr/2020/04/09/covid-19-faut-il-annuler-les-dettes-abyssales-a-venir-des-etats/>, consulté le 30/08/2020).

² Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau, « Des annulations de dettes publiques par la BCE : lançons le débat », *Terra Nova*, 17 avril 2020 (<https://tnova.fr/notes/des-annulations-de-dette-publique-par-la-bce-lancons-le-debat>, consulté le 30/08/2020).

³ Voir par exemple : Jean-Marc Vittori, « L'annulation de la dette publique, un mystère économique », *Les Echos*, 14 mai 2020 (<https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/lannulation-de-la-dette-publique-un-mystere-economique-1202984>, consulté le 30/08/2020) ; Guillaume Benoit, « L'idée d'annuler les dettes d'Etat détenues par la BCE fait débat », *Les Echos*, 26 mai 2020 (<https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/lidee-dannuler-les-dettes-detat-detenues-par-la-bce-fait-debat-1205629>, consulté le 30/08/2020).

centrale, dont les fonds propres deviendraient négatifs. Mais dès le mois de février, Gaël Giraud notait que « de nombreuses banques centrales ont fonctionné, parfois pendant plusieurs années, avec des fonds propres négatifs. Ce fut notamment le cas des banques centrales chilienne, tchèque et israélienne. »¹ L'économiste exhume par la suite un rapport de la BRI datant de 2013², dans lequel les auteurs soutenaient la possibilité pour une Banque centrale d'avoir des fonds propres négatifs.

De nombreuses tribunes en faveur de l'annulation furent publiées dans divers journaux par différents auteurs (Laurence Scialom, Dominique Plihon, Alain Grandjean...)³, mais aussi certains textes en opposition ferme à cette proposition (comme chez Jean Pisani-Ferry⁴). Sans entrer dans les détails techniques du débat sur le traitement comptable et les conséquences économiques⁵ d'un tel effacement de dette (qui ne concerne, encore une fois, que la part de la dette *publique* détenue par *la Banque centrale* elle-même⁶, sans perturber les contrats auxquels des agents privés sont partie),

¹ Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne et Pierre Gilbert, « Comment financer une politique ambitieuse de reconstruction écologique ? », Note de l'Institut Rousseau, 25 février 2020, p. 16.

² David Archer et Paul Moser-Boehm (Département Monétaire et économique de la BRI), « Central bank finances », *BIS Papers*, n° 71, avril 2013.

³ Dominique Plihon, « Nous avons les moyens d'annuler la nouvelle dette publique accumulée face à la crise », interview par Barnabé Binctin, *Basta !*, 1^{er} mai 2020 (<https://www.bastamag.net/Dette-publique-annulation-BCE-Lagarde-Europe-solidaire-coronabonds-ISF-CSG-TVA>, consulté le 30/08/2020) ; Nicolas Dufrêne et Alain Grandjean, « Annulation de dette publique : possible juridiquement, nécessaire économiquement », par *Alternatives économiques*, 12 mai 2020 (https://www.alternatives-economiques.fr/annulation-de-dette-publique-possible-juridiquement-necessaire-economique/00092745?utm_campaign=sharing&utm_content=twitter, consulté le 30/08/2020) ; Collectif, « L'annulation de la dette publique détenue par la BCE libérerait les acteurs économiques de la crainte d'une future augmentation d'impôts », *Le Monde*, 26 mai 2020 (https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/05/26/l-annulation-de-la-dette-publique-detenu-par-la-bce-libererait-les-acteurs-economiques-de-la-crainte-d-une-future-augmentation-d-impots_6040748_3232.html, consulté le 30/08/2020) ; Gaël Giraud, « Des gilets jaunes aux gilets rouges : cet économiste alerte contre la tentation "austéritaire" », interview par Catherine Hours et Marie Heuclin (AFP), *La Tribune*, 17 juin 2020 (<https://www.latribune.fr/economie/france/des-gilets-jaunes-aux-gilets-rouges-cet-economiste-alerte-contre-la-tentation-austeritaire-850466.html>, consulté le 30/08/2020).

⁴ Jean Pisani-Ferry, « Annuler la dette, c'est toujours en transférer le fardeau à d'autres », *Le Monde*, 16 mai 2020 (https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/05/16/jean-pisani-ferry-annuler-la-dette-c-est-toujours-en-transferer-le-fardeau-a-d-autres_6039837_3232.html, consulté le 30/08/2020).

⁵ Pour garantir un effet de relance, Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne et Pierre Gilbert suggèrent par exemple (dans leur note du 25 février 2020 citée plus haut) de conditionner cette annulation de dette au déploiement d'un programme d'investissements publics de même montant dans la reconstruction écologique – mécanisme inspiré du Contrat de Désendettement et de Développement (C2D) de l'AFD.

⁶ Soit près de 20 % de la totalité des dettes publiques dans l'Eurosystème avant la crise sanitaire de 2020 (et bien plus après). En novembre 2019, la Banque de France détient ainsi près de 390 milliards d'euros de titres de dette publique, contre à peine 130 milliards en décembre 2015 (<https://www.banque-france.fr/statistiques/situation-mensuelle-monetaire-de-la-banque-de-france-nov-2019>).

remarquons avec Benjamin Lemoine qu'une telle mesure est sans doute moins radicale qu'il n'y paraît :

« Les annulations de dette, à défaut de subvertir les infrastructures financières nationales et européennes, risquent de ne produire qu'un effet culbuté – maintenant par un *reset* provisoire un système à bout de souffle. Et de ces structures inchangées, des dettes socialement insoutenables renaîtront de leurs cendres. Seul un circuit de financement responsable politiquement, échappant aux lois du marché et disciplinant la finance paraît un instrument adapté pour faire face aux urgences climatiques et sanitaires. »¹

Mais quel meilleur moyen pour cela que de restituer la création monétaire à l'Etat tout en brisant son encastrément dans la logique de la dette ? L'argument peut aussi être opposé aux partisans de l'annulation des dettes : en effet, quitte à effacer *ex post* la dette par laquelle la monnaie a été mise en circulation initialement... pourquoi ne pas mettre directement la monnaie en circulation *sans contrepartie*, en la conférant gratuitement à l'Etat ou aux agents privés, en dehors de tout rapport d'endettement ? Nous reconnaissons là la théorie de l'*helicopter money* (notamment soutenue en France par Daniel Cohen ou Jézabel Couppey-Soubeyran²) dont la percée médiatique dès l'été 2019³ s'explique en partie par des soutiens de poids comme la firme financière BlackRock qui se prononce en sa faveur à la réunion des banquiers centraux de Jackson Hole⁴ : toutes les tentatives de politiques monétaires conventionnelles et non

¹ Benjamin Lemoine, « Il faut subvertir les lois du marché pour financer la crise », *Libération*, 27 mai 2020 (https://www.liberation.fr/debats/2020/05/27/il-faut-subvertir-les-lois-du-marche-pour-financer-la-crise_1789581, consulté le 30/08/2020).

² Jézabel Couppey-Soubeyran (dir.), « Un « drone monétaire » pour remettre la politique monétaire au service de tous », janvier 2020 (<https://www.veblen-institute.org/Note-Veblen-Un-drone-monetaire-pour-remettre-la-politique-monetaire-au-service.html>, consulté le 30/08/2020). ; « La "monnaie hélicoptère" contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire », Institut Veblen, 17 avril 2020 (<https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>, consulté le 30/08/2020).

³ Voir par exemple Jézabel Couppey-Soubeyran, « Les banques centrales doivent changer d'instruments », *Le Monde*, 21 mars 2020 (https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/03/21/jezabel-couppey-soubeyran-les-banques-centrales-ne-peuvent-elles-rien-faire-face-a-un-tel-choc_6033915_3232.html, consulté le 30/08/2020).

⁴ Bastien Bouchaud, « La proposition choc de BlackRock pour affronter la prochaine crise », *Les Echos*, 23 août 2019 (<https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/la-proposition-choc-de-blackrock-pour-affronter-la-prochaine-crise-1125930>, consulté le 24/08/2019).

conventionnelles ayant été épuisées sans venir à bout des tensions déflationnistes et des taux négatifs, l'ultime recours semble être de donner directement, et gratuitement, les liquidités aux agents économiques pour relancer la consommation et l'investissement. La crise sanitaire réactivera encore davantage l'intérêt pour cette nouvelle approche (couplée alors à un débat sur l'effacement de la dette publique détenue par la Banque centrale). Cette proposition nous semble dépasser celle de la MMT : les partisans de l'hélicoptère monétaire intègrent comme les néochartalistes la nécessité d'une politique budgétaire massive financée sans contrainte de solvabilité par la création monétaire (dans les limites d'une inflation maîtrisable), mais ils vont plus loin, puisque c'est désormais l'encastrement de la monnaie dans la dette qui est mis en question.

Or ceci répond aux contradictions majeures développées par le régime néolibéral et révélées par sa crise, contradictions qu'un nouveau mode de régulation aura à résoudre : d'une part le fait que la contrainte de solvabilité des agents tant publics que privés grève la demande globale, et d'autre part le fait que la non-affectation de la création monétaire à l'investissement productif détourne les liquidités créés vers les marchés financiers plutôt que vers les projets répondant aux besoins sociaux qui se font jour de manière de plus en plus conflictuelle (besoins de protection sociale et sanitaire, de services publics, de transition écologique, de réduction des inégalités...). Ce second point n'est pas essentiel ici, puisque ces objectifs sociaux peuvent être atteints par d'autres moyens (par exemple, la mise en place d'un réseau de banques publiques de développement allouant l'épargne en fonction des priorités politiques, comme le propose Michel Aglietta). En revanche, le premier point (la contrainte de solvabilité) n'avait jusque-là été résolue par aucune des politiques monétaires conventionnelles ou non-conventionnelles évoquées jusqu'ici (hormis bien sûr l'effacement de la dette, qui est une forme d'*helicopter money ex post*). L'idée d'une gratuité des encaisses monétaires mises en circulation en dehors de toute dette introduit donc une rupture radicale, supprimant un frein essentiel à la relance de la demande globale, la contrainte de solvabilité des agents tant privés que publics, qui supportent déjà un fardeau d'endettement inédit en temps de paix.

Cette dette généralisée est en effet un facteur de défiance massif, donc un véritable poison pour la coordination marchande dont la confiance est le carburant. Pour recréer la confiance disparue, l'enjeu est au fond moins de créer davantage de monnaie que de supprimer de la dette. On retrouve cette intuition chez Steve Keen, qui plaide en faveur d'un « jubilé de la dette »¹ pour redonner des capacités de dépense aux ménages et aux entreprises. Mais cette voie est périlleuse, comme le reconnaît l'auteur : un tel effacement de passif pour les débiteurs signifie nécessairement une perte d'actif pour les créanciers, donc des faillites bancaires en série – et, *via* les défauts de proche en proche tout au long des chaînes d'interdépendance qui tissent la toile financière mondiale, un effondrement systémique. Ce problème que ne pose pas un effacement de la dette publique détenue par la Banque centrale, comme on l'a déjà dit, mais c'est l'endettement privé qui est selon Steve Keen à l'origine de l'instabilité financière, les Etats développés n'étant plus vraiment susceptibles de faire banqueroute comme l'affirme la MMT et comme le reconnaissent même Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff – ce qui ne signifie pas que cette dette ne pèse pas sur la vigueur de la croissance. Quoiqu'il en soit, la contrainte de solvabilité des agents privés constitue une contradiction majeure à accommoder², sans que le recours au défaut de paiement généralisé paraisse praticable. Dans le régime actuel, la solution ne peut pas non plus être de recourir à la création monétaire plutôt qu'à l'effacement des dettes pour restaurer la solvabilité des agents en créant *ex nihilo* de nouveaux actifs (des encaisses monétaires) plutôt qu'en effaçant d'autorité les passifs. En effet, du fait de l'encastrement de la monnaie dans la dette, cela reviendrait (même à taux nul) à créer un euro de dette pour un euro de monnaie, donc à injecter un euro de défiance dès lors qu'on injecte un euro de confiance (et à retirer un euro de confiance de l'économie dès lors qu'un euro de défiance est remboursé). Tout le problème réside dans l'imbrication d'un affect joyeux (la détention d'une unité monétaire) dans un affect triste (l'obligation de s'en séparer).

¹ Steve Keen, *L'Imposture économique, op. cit.*, p. 394.

² Steve Keen estime pour sa part que l'endettement privé reste contrôlable, et bénéfique pour la croissance, tant qu'il échappe à la logique spéculative et reste lié à l'économie réelle. Notre étude de la crise du régime fordiste nuance cet optimisme : les entreprises butaient déjà sur une limite de solvabilité que la financiarisation néolibérale a justement contribué à accommoder jusqu'à sombrer à son tour.

Les expériences de politiques non-conventionnelles de la décennie passée, qui ont déployé toute sorte d'instruments innovants sans parvenir à un véritable retour à la normale, nous semblent révéler toute la difficulté qu'il y a à sortir de la crise de confiance dans l'avenir (exprimée par la finance *punk*) sans rompre fondamentalement l'encastrement de la monnaie dans le marché de la dette. La transformation de la monnaie en marchandise plonge en effet le monde dans une spirale déflationniste détruisant tout horizon commun. La solution est dès lors d'allouer la monnaie créée sans contrepartie, que ce soit par allocation universelle aux ménages, si l'on vise un soutien à la consommation, ou par des subventions aux investissements publics ou privés. Cette mesure présente l'avantage d'enjamber le canal de transmission bancaire pour donner l'argent directement à ses destinataires finaux, sans plus miser sur le multiplicateur ni même sur le diviseur monétaire – ce que soutient d'ailleurs Steeve Keen dans une tribune publiée avec dix-huit autres économistes (dont Victoria Chick et David Graeber) dans le *Financial Times* en 2015 sous le nom de « QE for people »¹.

Il se trouve en outre que cette idée de « monnaie tombée du ciel » (l'image de l'hélicoptère est à l'origine de Milton Friedman) a déjà été expérimentée pendant la crise sanitaire de 2020. Une nouvelle fois, la réalité économique semble converger spontanément, faute d'alternatives efficaces, vers ce nouveau modèle pourtant très hétérodoxe, les évolutions politiques suivant de près, par pur pragmatisme, les déplacements théoriques les plus innovants. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis comme dans plusieurs autres endroits (notamment à l'échelle de villes en Espagne ou en Chine), la distribution à tous les ménages (à l'exception des plus riches dans le cas américain) d'une allocation monétaire *sans contrepartie* rejoint les préconisations des partisans de l'*helicopter money* – en temps de crise sanitaire sans précédent, certes, mais n'oublions pas que la mesure était déjà envisagée par des économistes considérés comme très légitimes au sein du champ académique bien avant : ainsi, Daniel Cohen, directeur du département d'économie de l'Ecole Normale Supérieure, propose dès début septembre 2019 que la BCE fasse un chèque de 1 000 € à tous les citoyens pour Noël, pour un

¹ « Better ways to boost eurozone economy and employment », *Financial Times*, 26 mars 2015 (<https://www.ft.com/content/7bc99348-d40b-11e4-99bd-00144feab7de>, consulté le 30/08/2020).

montant total de 340 milliards, dans l'espoir que cela stimule la consommation et restaure l'inflation¹. Ce n'est pourtant qu'avec la crise du coronavirus que les autorités, acculés, recourent à cet outil – par une allocation universelle, mais aussi bien par de nombreux autres dispositifs d'aide aux ménages ou aux entreprises (comme le chômage partiel en France) qui se rapprochent également de l'*helicopter money*, même si toutes ces distributions gratuites de revenus sont le fait des Etats et non directement des Banques centrales.

Tel est d'ailleurs le point d'appuis de la principale critique adressée à la doctrine de l'hélicoptère monétaire² : le fait qu'une telle distribution de revenus sans contrepartie relèverait de la politique *budgétaire* et non pas *monétaire*. L'enjeu n'est pas purement théorique : il s'agit là de discuter la légitimité politique des Banques centrales à mener des politiques redistributives, un budget de transfert, en dehors de tout cadre légal voté par un Parlement démocratiquement élu, comme l'explique par exemple Patrick Artus³ – argument qui ne s'applique pas aux expériences de la crise sanitaire, et dont on notera qu'il perdrait tout poids si la Banque centrale recevait un mandat officiel du Parlement. Au-delà du fait que dans le régime actuel, la légitimité démocratique de la politique monétaire est de toute façon déjà niée par l'indépendance des Banques centrales dont la gestion, supposée apolitique, est abandonnée à des technocrates non élus, et sans s'appesantir sur le paradoxe qu'il y a à qualifier de « dictature »⁴ le fait de donner de l'argent à parts égales à tous les citoyens (surtout

¹ Daniel Cohen, « Il est ridicule de se priver d'investissements publics », interview par Dominique Seux et Jean-Marc Vittori, *Les Echos*, 5 septembre 2019 (<https://www.lesechos.fr/monde/enjeux-internationaux/il-est-ridicule-de-se-priver-dinvestissements-publics-1129339>, consulté le 30/08/2020).

² Nous laissons ici de côté le fait que Patrick Artus, que nous citons ci-après, reproche aussi au dispositif de ne pas être innovant en tant qu'il serait *déjà effectif* à travers le QE, puisque le rachat par la Banque centrale d'obligations d'Etat finance ultimement des prestations sociales pour les ménages : c'est selon nous ne pas comprendre l'un des enjeux essentiels du *helicopter money*, qui consiste à libérer la création monétaire de la dette, ce qui constitue une différence radicale avec le QE. L'économiste déclare d'ailleurs que « la BCE n'a aucune légitimité pour forcer les Allemands à faire des déficits publics » alors qu'il s'agit justement de créer de la monnaie en dehors de tout déficit, et indépendamment du budget de l'Etat.

³ Qui qualifie la proposition de « clownerie ». Patrick Artus, chef économiste chez Natixis, sur l'émission *Ecorama* du 23 septembre 2019 présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

⁴ « C'est une dictature ! » ; « Si les parlements nationaux élus décident de ne pas faire un certain nombre de dépenses, ce n'est pas à la BCE de les faire ! » ; « On est quand même dans une démocratie parlementaire, pas dans une dictature du Conseil de la BCE ». Patrick Artus, chef économiste chez Natixis, sur l'émission *Ecorama* du 23 septembre 2019 présentée par David Jacquot sur Boursorama.com.

quand c'est le seul moyen qu'aurait la Banque centrale d'assurer la stabilité des prix, donc de respecter son mandat), c'est l'idée qu'un tel dispositif relèverait de la politique budgétaire qui nous semble contestable : la mesure évoquée est pensée en fonction d'un objectif macro-conjoncturel relevant tout à fait de la politique monétaire (la stabilité des prix et l'emploi).

Plus fondamentalement, c'est la notion de « redistribution » ou de « transfert » qui pose ici problème puisqu'ils ne sauraient s'appliquer en toute rigueur à une allocation universelle ainsi financée. La mesure est en effet neutre tant du point de vue du financement que des versements : les sommes à distribuer seraient financées par création monétaire et non pas prélevés sur le revenu ou le patrimoine d'autres agents par l'impôt ; le versement ne privilégierait aucun groupe au détriment d'un autre, puisque tous les citoyens recevraient la même somme sans ciblage en fonction d'objectifs sociaux relevant d'arbitrages budgétaires¹. Xavier Timbeau cible quant à lui l'hypothèse d'un financement (toujours par création monétaire sans contrepartie) des investissements publics (sélectionnés par un comité d'experts), en qualifiant de « tour de passe-passe »² ce « financement budgétaire sans déficit, sans effet budgétaire ». L'*helicopter money* serait une forme déguisée de dépense budgétaire ne servant selon le directeur de l'OFCE qu'à masquer le fait que toute dépense se paye un jour ou l'autre. Cette idée est pourtant fautive, puisqu'il s'agit d'argent gratuit.

Il est vrai que le concept même d'argent gratuit a de quoi étonner... mais somme toute pas plus que celui d'argent payant ! Toutes les dérisions sur « l'argent magique » derrière lesquelles se réfugient souvent les opposants à l'*helicopter money* semblent oublier que l'argent est effectivement magique en ce sens que, loin de pousser sur les arbres, l'argent est créé *ex nihilo*, par simple convention – dans des limites quantitatives et selon des normes qui en assurent la stabilité, certes, mais *ex nihilo*. La monnaie n'étant pas une marchandise, mais au contraire la condition d'existence de l'ordre

¹ Ce qui peut d'ailleurs soulever une critique souvent adressée aux partisans de l'allocation universelle comme Philipp van Parijs : n'est-il pas scandaleux de verser autant à Bernard Arnaud qu'aux SDF ? C'est ici tout un débat philosophique sur la justice sociale qu'il faudrait engager, mais telle n'est pas la vocation de l'*helicopter money* (qui, dès lors, se doit d'être universelle pour être neutre de ce point de vue).

² Xavier Timbeau, directeur de l'OFCE, dans « La solution ultime pour faire face à la prochaine crise ? », l'émission *Ecorama* du 26 août 2019, présenté par David Jacquot sur Boursorama.com.

marchand, le moyen de paiement des marchandises, il serait logique qu'elle soit gratuite, répartie à parts égales entre tous les membres de la communauté monétaire en tant que, loin d'acheter une marchandise qui lui serait préalable, elle est la condition de possibilité de toute marchandise, le préalable à tout échange marchand, donc une dotation initiale. Du reste, si la monnaie est payante, avec quoi la paye-t-on ? Non pas avec une contrepartie réelle, mais avec elle-même : c'est justement le principe de l'encastrement de la monnaie dans la dette que de la transformer en marchandise et de faire que l'on paye l'argent avec de l'argent (selon une logique intrinsèquement capitaliste).

Le fait que l'argent soit gratuit lors de sa mise en circulation initiale ne signifie pas que sa valeur existe sans contrepartie marchande dans l'économie réelle : c'est bien la possibilité d'acheter des marchandises qui lui confère sa valeur. Ce n'est pas le rapport marchand (inhérent à la monnaie marchande) que l'*helicopter money* vient rompre, c'est le rapport d'endettement. Le régime actuel oppose en effet deux contreparties à la monnaie : la contrepartie marchande, c'est-à-dire la marchandise contre laquelle la monnaie trouvera à s'échanger, mais aussi la contrepartie comptable, la créance que l'émetteur de la monnaie détient sur le destinataire de la création monétaire (autrement dit l'existence d'un débiteur qui anticipe des flux de revenu futurs et vient monétiser son capital). La monnaie gratuite supprime la contrepartie comptable sans supprimer la contrepartie marchande : la création monétaire fait toujours apparaître un pouvoir d'achat additionnel, une nouvelle demande solvable qui suscite une nouvelle offre de marchandise (jusque-là manquante si l'on n'était pas au plein emploi des ressources productives).

Xavier Timbeau estime toutefois qu'une création monétaire sans contrepartie comptable « se payera un jour ou l'autre par l'inflation ». Cela revient à considérer que sans contrepartie comptable (sans reconnaissance de dette du bénéficiaire), la monnaie créée ne trouvera pas de contrepartie marchande (de marchandise à acheter) et, pouvoir d'achat privé de vis-à-vis réel, provoquera donc une hausse des prix. Or il est tout à fait discutable que l'existence d'un rapport d'endettement du côté de l'acheteur-débiteur (obligé de rembourser à terme l'argent qu'il a emprunté) soit la condition

d'existence d'une production réelle du côté du vendeur¹. Sans s'enfoncer plus avant dans ces considérations, accordons à Xavier Timbeau que toute création monétaire nette supérieure au taux de croissance des biens et services est potentiellement inflationniste, et que l'inflation constitue effectivement un coût pour tout détenteur d'encaisses. Mais cette question se pose en cas de création monétaire excessive *quel que soit le mode de mise en circulation* (avec ou sans contrepartie comptable) : la création monétaire privée par le crédit bancaire est aussi susceptible de créer de l'inflation. En outre, de l'aveu même de l'économiste, le but de *l'helicopter money* est justement de faire revenir un minimum d'inflation (ce que même le QE ne parvient pas à faire) en solvabilisant directement la demande sans que les agents aient à s'endetter. Il est donc paradoxal de dénoncer un risque inflationniste, quand il s'agit au contraire d'un objectif.

Il nous faut cependant admettre que l'encastrement de la monnaie dans la dette restreint le risque de surémission : l'obligation de remboursement qui pèse sur tout bénéficiaire potentiel de la création monétaire restreint son désir d'acquérir davantage de monnaie, car l'affect joyeux de l'accès au pouvoir d'achat a un coût, le fardeau de l'endettement (avec le risque d'insolvabilité qu'il comporte). Notons toutefois qu'il n'y a pas de mécanisme autorégulateur, ainsi que nous l'avons montré au Chapitre IV, car plus un individu recourt au crédit, plus il nourrit l'inflation qui allège le poids réel de sa dette, ce qui en compense la croissance. Inversement, la spirale fishérienne de déflation par le désendettement repose sur le fait que sous certaines conditions, plus les agents remboursent, plus ils alourdissent le poids réel de leur dette. Force est toutefois de reconnaître que toute mise en circulation de monnaie sans contrepartie doit être encadrée par des dispositifs institutionnels prévenant le risque d'une surémission : la monnaie étant le « désir-maître » (selon l'expression de Frédéric Lordon) qui contient

¹ On peut concevoir le raisonnement suivant : l'argent apparaît quand un agent l'emprunte pour acheter une marchandise, mais il devra lui-même se faire offreur de marchandise pour récupérer sur le marché une somme équivalente à celle qu'il doit rembourser (la réciprocité marchande dépendant donc du remboursement du crédit initial). Toutefois, le désir de monnaie existe même chez un individu non endetté et suffit à l'inciter à se faire offreur de marchandise (ou de travail). Une économie marchande peut donc *a priori* fonctionner sans aucun rapport d'endettement si la monnaie constitue une dotation initiale gratuite : elle circulera uniquement par la rencontre de désir de marchandise des uns et du désir de monnaie des autres. La condition est bien sûr que l'accès à la monnaie gratuite ne soit pas illimité.

virtuellement en lui-même tous les désirs possibles que l'ordre marchand est susceptible de satisfaire, le désir qu'on en a est par définition insatiable s'il n'est assorti d'aucune contrepartie. Il revient donc à l'émetteur de jouer les garde-fous et de tenir bon face au déchaînement des désirs individuels de monnaie qui, à l'échelle agrégée, risquent de la détruire par hyperinflation (danger qui n'est pas propre au régime de monnaie gratuite, mais se voit renforcé dans ce cas). C'est précisément pour cette raison qu'une politique d'hélicoptère monétaire gagne sans doute à être menée par une Banque centrale indépendante, dans le strict respect de ses objectifs de politique monétaire (soit un critère macroéconomique, contrairement au désir individuel des agents) plutôt que par un pouvoir politique élu, dans le cadre de la politique budgétaire.

II/ Rompre entièrement l'encastrement de la monnaie dans le marché de la dette

La proposition très hétérodoxe de l'*helicopter money* nous semble résister à ses critiques et offrir une voie de dépassement des contradictions dues à l'encastrement de la monnaie dans le marché de la dette, que les politiques monétaires, même non-conventionnelles, semblent incapables d'accommoder. Il ne s'agit pourtant encore que d'une rupture partielle et ponctuelle avec le régime de monnaie endogène, que l'hélicoptère monétaire a vocation à soutenir temporairement plutôt que de le remplacer entièrement. Mais rien n'interdit de pousser plus loin encore la réflexion, en envisageant de rendre ce mode de mise en circulation de la monnaie exclusif, rompant définitivement avec son encastrement dans le marché du crédit. L'intégralité de la masse monétaire serait alors exogène, et donc soustraite aux fluctuations du volume d'endettement, indépendante de la propension à prêter des banques et de la propension à s'endetter des agents publics et privés (et de leurs limites de solvabilité). La création monétaire se ferait en dehors du marché et en dehors de tout rapport d'endettement.

1) *Le 100% Money de Fisher*

Une telle mesure s'inspire du *100% Money* (1935) d'Irving Fisher (*op. cit.*) que l'auteur a formulé en réponse au mécanisme de crise qu'il avait identifié dans *Booms and depressions* (1932) et de « The debt-deflation theory of great depressions » (1933),

à savoir ce que nous nommons le *double encastrement de la monnaie dans la dette* : d'une part la mise en circulation de la monnaie par des prêts, qui est au cœur de notre recherche, et d'autre part un point que nous n'avons pas approfondi mais qui est important dans l'analyse de Fisher, à savoir l'absence de couverture intégrale des dépôts à vue qui sont dès lors des créances non couvertes du déposant sur la banque. En effet, la déflation procède de ces deux facteurs qui s'entremêlent dans la monnaie de crédit : d'une part le désendettement réduit la masse monétaire (puisque la monnaie est mise en circulation par la dette), d'autre part les fuites de liquidité que subissent les banques lors d'une crise de confiance les obligent à réduire le volume des dépôts de manière décuplée par rapport à la fonte de leurs réserves, puisque celles-ci sont fractionnaires et non entières. Fisher estime ainsi que les retraits d'argent ont augmenté d'un milliard le volume des espèces en circulation entre 1929 et 1933, mais ont contraint les banques à réduire de huit milliards le montant des dépôts à vue, ce qui diminua de sept milliards la masse monétaire totale¹, mais ce problème se pose moins à notre époque qu'à la sienne, car le recours aux espèces a beaucoup diminué et la concentration du marché bancaire beaucoup progressé aux Etats-Unis². Quoi qu'il en soit, la réforme proposée par Fisher en réponse à ces deux problèmes permet d'une part de rendre la masse monétaire inélastique au niveau d'endettement, de sorte qu'un mouvement de désendettement massif ne provoquera pas de destruction monétaire (ce qui est le principal vecteur de déflation en régime d'argent-dette selon l'auteur), et d'autre part de prémunir les banques de tout risque de réduction drastique de leur encours de dépôt en cas de fuites de liquidité (évitant notamment le risque paroxystique du *bank run*). Concrètement, une « Commission de la Monnaie » (rôle que pourrait tout à fait tenir la Banque centrale selon nous) crée de la monnaie centrale pour racheter (et annuler) des titres dettes publiques aux banques de second rang jusqu'à ce que leurs réserves

¹ Irving Fisher, *100 % Monnaie*, op. cit. Chapitre I, p. 68-69.

² Comme le notent Christine Sinapi, Pierre Piégay et Ludovic Desmedt (« L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », art. cit.), « contrairement aux secteurs bancaires de la plupart des pays occidentaux de l'époque, extrêmement concentrés, le système américain était constitué [en 1929] de très nombreuses petites banques locales (de multiples lois interdisaient le *branch banking*, la possibilité d'ouvrir des succursales dans différents Etats). Du fait de leur fort degré d'exposition aux *bank runs*, ces établissements apparaissent comme les principales victimes de la dépression des années 1930. »

couvrent intégralement leurs dépôts – *ce qui n'augmente pas la masse monétaire*, puisque les banques, désormais tenues de conserver des réserves entières, ne peuvent pas créer de nouveaux dépôts en accordant de nouveaux crédits, les nouveaux prêts ne pouvant être financés que par la collecte d'une épargne préalable.

Fisher insiste longuement sur le fait que la couverture intégrale des dépôts à vue éviterait que la monnaie scripturale créée par les banques de second rang ne disparaisse subitement sous le coup d'un choc de défiance performative (comme cela demeure en effet possible dans le système actuel), mais l'apport essentiel du *100% Money* nous semble plutôt résider dans la conséquence d'une telle réforme en termes d'exogénéisation de la monnaie¹ : si les dépôts à vue sont entièrement couverts par des réserves de monnaie centrale, alors celles-ci se substituent aux créances sur les clients dans l'actif du bilan des banques, de sorte que la monnaie n'est plus la contrepartie du crédit. Notons que l'auteur ne se focalise pas d'abord, dans son ouvrage, sur la nécessité de mettre la monnaie en circulation en dehors de toute dette : il se concentre essentiellement sur le fait de restituer le monopole de la création monétaire à la puissance publique – les banques n'étant plus que des gestionnaires des moyens de paiements et des intermédiaires financiers, désormais dépourvus de la capacité de monétiser l'octroi des crédits ou l'achat de titres de créances. Mais ce point n'est pas à lui seul suffisant pour libérer la monnaie de la dette : même intégralement émise par la « Commission », la monnaie demeurerait la contrepartie de la dette publique que celle-ci aurait rachetée, le maintien ou l'augmentation de la masse monétaire devant passer par le renouvellement ou l'accroissement des prêts à l'Etat, de sorte que la création et la mise en circulation de la monnaie serait toujours encadrée dans la dette – fut-elle une dette de la puissance publique envers elle-même. Fisher va cependant plus loin en recommandant d'annuler la dette publique ainsi rachetée (mettant fin à ce que nous considérons comme une fiction comptable : la dette de l'Etat envers la Banque centrale,

¹ Parmi les huit avantages de la réforme listés par l'auteur au Chapitre I (Irving Fisher, *100 % Monnaie*, *op. cit.*, p. 73 à 75), les deux premiers qu'il met en avant sont la disparition des ruées bancaires et la diminution des faillites bancaires ; mais Fisher admet lui-même que les deux principaux sont à ses yeux ceux mentionnés aux points 6 et 7 : l'élimination des grandes fluctuations du niveau général des prix (« 6. Les grands moments d'inflations et de déflations seraient éliminés ») et la réduction des fluctuations du niveau de l'activité qui en résulte (« 7. Expansions et dépressions seraient grandement atténuées »).

soit une créance de l'Etat sur-lui-même) : « En possédant (à travers sa Commission de la Monnaie) ses propres obligations, le gouvernement réduirait ainsi sa dette », processus qui mènerait à terme¹ à une « élimination complète de la dette publique »².

La mise en place de la réforme permettrait d'effacer instantanément une dette équivalente à M1, soit dans le cas français environ la moitié de la dette publique³, sans faire défaut de paiement (les créanciers initiaux ayant été dédommagés par le rachat des titres) ni procéder à une austérité budgétaire massive pour rembourser cette dette (preuve que celle-ci était un artifice comptable de la monnaie endogène plutôt qu'un véritable transfert entre agents), et sans modifier la masse monétaire (donc sans noyer la dette dans l'inflation). Le reste de la dette publique pourrait être effacé progressivement au fil des années. Mais comment la Commission pourra-t-elle mettre davantage de monnaie en circulation dès lors que toute dette publique aura disparu ? Fisher propose que la monnaie soit allouée à l'Etat pour « réduire les taxes » (*op. cit.*, p. 233). Un tel financement du budget de l'Etat par une création monétaire sans contrepartie fut d'ailleurs proposé en France par une quarantaine de députés en 1981⁴

¹ Initialement, la Commission de la Monnaie ne pourrait racheter qu'un volume de dette équivalent à celui de la masse monétaire (à son niveau d'avant crise : Fisher estime une reflation nécessaire après la déflation de la crise des années 1930), sans quoi le volume de monnaie en circulation augmenterait, créant un risque inflationniste selon Fisher. La stabilité des prix visée par l'auteur implique cependant par la suite de poursuivre indéfiniment la création monétaire au rythme de la croissance réelle pour éviter la déflation (si $M.V = P.T$ avec V fixe, M doit croître à la même vitesse que T pour maintenir P stable) de sorte que l'intégralité de la dette publique finira par être rachetée par la Commission, donc annulée.

² Irving Fisher, *100 % Monnaie, op. cit.*, Chapitre XI, § « L'effet sur la dette nationale », p. 231. En réalité, Fisher estime que la suppression de la dette « pourrait avoir lieu sans aucune destruction formelle des obligations avant leur échéance » : la Commission de la Monnaie les conserverait dans l'optique de pouvoir, en cas d'inflation, diminuer la masse monétaire en circulation par la revente des titres, mais lors du remboursement des intérêts comme du principal, les flux de monnaie, loin d'être détruits par la Commission, serait « reversés au Trésor » (p. 232) – ou plutôt, puisqu'ils proviennent du Trésor lui-même au nom de l'Etat débiteur, les paiements réciproques feraient l'objet de « compensations comptables », l'Etat n'ayant donc pas à rembourser : la dette publique serait ainsi belle et bien annulée même si elle demeure formellement comptabilisée jusqu'à son terme.

³ La moyenne mobile sur trois mois des ressources résidentes incluses dans M1 s'élevant en octobre 2020 à 1 369 milliards d'euros selon la Banque de France (« Evolutions monétaires France - Octobre 2020 », <https://www.banque-france.fr/statistiques/monnaie/evolutions-monetaires-france>, mise en ligne le 26/11/2020, consulté le 09/12/2020), la dette publique au sens de Maastricht s'établissant pour sa part à 2 380 milliards fin 2019 selon l'INSEE (*Informations rapides*, n° 72, paru le 25/03/2020), avant d'augmenter considérablement en 2020 du fait de la crise sanitaire, dans des proportions qui ne sont pas encore définitivement connues à l'heure où nous achevons cette thèse.

⁴ « La proposition n°157 fut déposée sur le bureau de l'Assemblée nationale le 22 juillet 1981 par M. Vincent Ansquer et 43 autres députés, en se fondant sur les travaux de l'économiste Tovy Grjebine. Cette proposition visait à refondre la présentation traditionnelle du budget en lui adjoignant en particulier une

(mais sans succès). En 1935, Fisher imaginait même¹ l'abolition de tout impôt (l'Etat ne se finançant plus que par création monétaire) ou le versement d'un « dividende social » à toute la population – soit une forme d'hélicoptère monétaire. Ainsi, le *100% Money* rejoint les débats les plus contemporains sur la création monétaire en dehors du crédit.

Comme la MMT, l'annulation des dettes souveraines détenues par les Banques centrales, ou l'*helicopter money*, le « Chicago plan » a lui aussi fait l'objet d'un certain regain d'intérêt depuis la crise de 2008, comme en témoigne la récente parution d'une traduction française de l'ouvrage de Fisher. Dès 2012, deux chercheurs du FMI consacrent un papier au test du projet de couverture intégrale des dépôts à vue dans un contexte contemporain aux Etats-Unis². Il serait sans doute malvenu de trop tirer parti d'une analyse fondée sur un modèle DSGE qui ne s'inscrit pas dans le cadre épistémologique qui est le nôtre, mais rappelons que les auteurs concluent qu'un tel changement institutionnel permettrait une bien meilleure maîtrise des cycles économiques, comme le prétendait Fisher, par l'élimination des augmentations et contractions soudaines de l'encours de crédit, donc du volume de monnaie en circulation. Tout risque de *bank run* et d'effondrement systémique du secteur bancaire serait également éliminé – du moins sur les banques de dépôt à vue. La réforme permettrait en outre une réduction spectaculaire de la dette publique aussi bien que privée, ce qui n'a rien de surprenant : puisque la monnaie endogène fonctionnalise l'endettement, toute une partie de l'encours de dette actuel ne correspond pas à un transfert d'épargne entre agents mais à une simple contrepartie comptable de la création d'argent. Dans un cadre « fishérien », la création monétaire ne s'accompagnerait plus d'une création simultanée de dettes. Enfin, la croissance s'en

section intitulée « budget de croissance financé par une création monétaire proportionnelle à la croissance du PNB ». Cette section aurait été financée par la banque centrale, par de la « monnaie définitive » ([...] libre de dette). Cette injection monétaire permanente sans endettement correspondant aurait ainsi pu permettre à l'Etat de financer des investissements ou d'alléger la pression fiscale, dans des limites définies par le Parlement grâce à la loi de finances. » Gaël Giraud, Nicolas Dufêne et Pierre Gilbert, « Comment financer une politique ambitieuse de reconstruction écologique ? », Note de l'Institut Rousseau, 25 février 2020. Les auteurs renvoient à André Grjebine, *La dette publique et comment s'en débarrasser*, Paris, PUF, 2015.

¹ L'exercice est bien sûr purement théorique : il vise seulement à démontrer que la création monétaire ne buterait désormais plus sur aucune limite liée au volume d'endettement.

² Jaromír Beneš et Michael Kumhof, « The Chicago plan revisited », IMF Working Paper, n° 12/202, août 2012.

trouverait stimulée, et l'inflation pourrait tomber à zéro sans poser de problèmes pour la conduite de la politique monétaire.

Les contradictions fondamentales de la monnaie endogène seraient donc éliminées. Ceci n'est bien sûr qu'un modèle, mais tout ce que nous avons dit plus haut (à propos du *helicopter money*) sur la mise en circulation de la monnaie sans contrepartie comptable, en dehors de tout rapport d'endettement, s'applique *a fortiori* à ce type de réforme, qui nous semble donc à même de sortir les politiques monétaires des impasses dans lesquelles elles semblent aujourd'hui se trouver enfermées. Notons que le poids des marchés financiers serait également réduit par la réforme puisque ceux-ci se développent en partie sur la base des titres de dette souveraine dont le volume diminuera. Cela ne manquera pas de plaire aux économistes hétérodoxes admettant le caractère fondamentalement instable des marchés financiers. Fisher a d'ailleurs lui-même contribué à établir leur absence d'autorégulation : le deuxième vecteur de la spirale désendettement-déflation (après la contraction de la masse monétaire provoquée par le remboursement des crédits) est selon lui la vente en catastrophe des titres financiers par les agents surendettés, vente qui pèse en retour à la baisse sur le cours des actifs selon un processus auto-entretenu qui s'éloigne de l'équilibre¹. En réduisant le volume total d'endettement dans l'économie et le nombre de titres en circulation, la réforme proposée permet de diminuer le risque d'insolvabilité et d'effondrement du prix des actifs en cas de liquidation massive des titres pour motif de désendettement.

¹ Un tel processus révèle selon Fisher un grave dysfonctionnement du marché puisque les offreurs de titres, loin d'être motivés à vendre par un prix qu'ils jugent satisfaisant comme le prévoit la théorie néoclassique, sont au contraire contraints de vendre du fait même d'une inquiétante baisse des prix qu'ils contribuent malgré eux à entretenir : en termes spinozistes, nous dirions que la décision de vente est déterminée non plus par un affect joyeux comme c'est normalement majoritairement le cas, mais au contraire par un affect triste. Notons que ce mécanisme ne remet pas en cause la rationalité individuelle, pas plus que ne le fait la spirale de destruction monétaire par les remboursements : certes, chacun alimente la baisse des prix dont il souffre, mais ce comportement est le seul rationnel, à l'échelle individuelle, pour se prémunir autant que faire se peut des effets d'une déflation qui, relevant d'une dynamique collective, s'imposera de toute façon à l'individu.

2) Une réforme libérale ou keynésienne ?

Il peut sembler étrange au lecteur de nous voir achever notre recherche hétérodoxe par la proposition d'un auteur libéral comme Fisher. Comme nous l'avions dit en introduction, notre but était notamment de penser cette proposition à la lumière du cadre conceptuel régulationniste qui est le nôtre, et d'approfondir le débat d'ontologie sociale à propos de la nature de la monnaie et de la dette qui se cache derrière le débat technique sur l'*helicopter money*, les fonds propres négatifs, la couverture intégrale des dépôts à vue en monnaie centrale, etc. Si à la lumière de ce travail, il nous paraît impossible de soutenir le « 100% Money » tout en adhérant à la théorie révolutionnaire de l'endogénéité, il nous semble en revanche tout à fait pertinent de s'inspirer de la réforme fishérienne tout en assumant une conception régulationniste de la monnaie, et en prônant des politiques monétaires de type keynésien. Certains pourraient trouver que cela va de soi, puisque Fisher a lui-même cessé d'être véritablement libéral avant même d'imaginer le « 100% Money », devenant interventionniste face à l'ampleur de la crise, et que son analyse de la spirale désendettement-déflation rompt déjà avec l'individualisme méthodologique étroit de la vision néoclassique, en pensant un cercle vicieux où les comportements rationnels à l'échelle individuelle précipitent la catastrophe à l'échelle agrégée. Mais en vérité, Fisher nous semble toujours partisan d'une conception pré-keynésienne de l'économie tant sur le plan positif que normatif.

Sur le plan positif d'abord, le raisonnement de Fisher à propos du désendettement déflationniste nous semble décrire une spirale « réactive » plus que « projective » : contrairement au circuit keynésien, cette spirale de baisse des prix, de la production et de l'emploi ne part pas tant des *projections* largement performatives des agents que de leurs *réactions* au comportement des autres indépendamment de toute anticipation sur la demande effective. La thématique de la confiance, chère à Keynes, joue certes chez Fisher un rôle dans l'origine du surendettement puis de son retournement subit, mais il s'agit ensuite pour l'essentiel de réactions mécaniques, d'ajustements séquentiels de chacun aux réactions du marché : chaque agent constate que le poids réel de ses dettes augmente du fait de la baisse des prix, et ajuste son

comportement en se désendettant, ce qui contribue à l'échelle agrégée à renforcer la déflation. La question keynésienne de la demande anticipée, de l'incertitude radicale et des conventions financières collectivement produites pour y répondre n'est pas centrale. Cela ne signifie d'ailleurs pas que l'analyse de Fisher doit être opposée à celle de Keynes : les deux nous semblent au contraire profondément complémentaires. Remarquons simplement qu'il n'y a pas besoin d'adhérer pleinement à la théorie du circuit économique partant des anticipations en situation d'incertitude radicale pour admettre l'instabilité extrême dont est porteur le système de monnaie endogène. Inversement, toutefois, rien n'interdit à un partisan de la théorie fisherienne de la déflation par le désendettement d'approfondir l'étude des mécanismes de crise par une analyse de type keynésien centrée sur les anticipations et la demande globale.

Sur le plan normatif, le « 100% Money » est une proposition certes hétérodoxe, mais formulée par un auteur indéniablement libéral, qui cherche avant tout à neutraliser la monnaie. Fisher est libéral dans ses premiers écrits, en tant que partisan de la théorie quantitative qui perçoit la monnaie comme neutre, mais il le demeure même quand sa pensée commence à ménager une place de plus en plus grande à l'instabilité induite par la monnaie. En effet, comme le montre Adrien Vila dans sa thèse (*op. cit.*), son évolution est révélatrice de la grande contradiction dont est porteuse la théorie libérale de la monnaie : d'un côté, les libéraux tiennent la monnaie pour neutre, ce qui les autorise à la négliger dans leur modélisation d'une économie conçue comme déterminée par des variables réelles en fonction d'une théorie non-monnaire de la valeur (la monnaie n'étant rajoutée qu'après coup, avec de grandes difficultés pour justifier son existence) ; d'un autre côté, la théorie libérale attribue à la monnaie l'essentiel des déséquilibres qu'elle constate par rapport au marché idéal, autorégulé, qu'elle modélise. Adrien Vila (*ibid.*, p. 18) souligne, à la suite de Carlo Benetti¹, que c'est le refus de la dimension

¹ Qui parle de « la suppression de toute relation entre la valeur de la monnaie et la volonté du Prince » par la théorie libérale porteuse d'une « conception de la monnaie comme objet économique, déterminé à partir des règles économiques, et non politiques, dont le fondement rationnel réside dans la démonstration de ce que la valeur de la monnaie obéit une détermination "naturelle", c'est-à-dire indépendante de la volonté des individus et résultant de l'interdépendance de leurs actions, entreprises à partir des informations tirées du marché » (Carlo Benetti, « Premières formulations du problème de la valeur de la monnaie : F. Galiani et A. Smith », *Cahiers d'Économie Politique*, 1991, n° 19, p. 105 à 118, p. 106-107).

institutionnelle, et donc politique, de l'économie qui se joue derrière cette négligence ou cette incrimination de la monnaie : l'enjeu est de savoir si l'ordre marchand peut être présenté comme un ordre spontané ne reposant que sur le jeu des libertés individuelles, et relevant à ce titre du seul registre moral, ou s'il repose aussi voire surtout sur ce pilier irréductiblement institutionnel, donc ultimement étatique et politique, qu'est le phénomène monétaire. Dès lors, les auteurs libéraux affirment d'une part que la monnaie est neutre puisque le marché est auto-suffisant, et d'autre part qu'elle est porteuse de déséquilibres puisqu'il faut bien expliquer l'instabilité de cet ordre spontané supposé parfait – ce qu'ils font en la mettant sur le compte de l'institution monétaire. Une première manière d'accommoder la contradiction (que Fisher tentera d'employer dans un premier temps dans sa théorie des cycles de crédits avant de l'abandonner, ainsi qu'on l'a vu) consiste à distinguer le court terme et le long terme : la monnaie serait facteur de déséquilibre à court terme, mais neutre à long terme. Une deuxième manière (que Fisher mobilisera sous deux acceptions successives que nous avons évoquées : le dollar-compensé puis le « 100% Money »), consiste à passer d'un usage *positif* de la théorie quantitative de la monnaie (relevant d'un jugement de fait) à un usage *normatif* (relevant d'un jugement de valeur) : il ne s'agit plus dans ce cas d'affirmer que la monnaie est effectivement neutre (à court ou à long terme), mais qu'elle doit le devenir, moyennant une réforme¹.

Telle est du moins la thèse (synthétisée et reformulée dans nos propres mots) que soutient Adrien Vila. Il nous semble cependant plus exact de dire que les deux réformes successives (toutes deux *structurelles*²) proposées par Fisher (le dollar compensé et le *100% Money*) cherchent moins à restaurer la *neutralité* de la monnaie que sa *stabilité* : c'est parce qu'il admet finalement que la monnaie n'est pas neutre que Fisher veut limiter les variations de la masse monétaire induites par un mode d'émission

¹ Tout comme Maurice Allais, « Les conditions de l'expansion dans la stabilité sur le plan national », art. cit. Allais est même partisan d'une indexation de tous les contrats sur le niveau général des prix.

² Conformément à l'adage libéral *rules rather than discretion* (popularisé par Finn E. Kydland et Edward C. Prescott, « Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans », *Journal of political economy*, 1977, vol. 85, n° 3, p. 473 à 491), Fisher cherche à neutraliser la monnaie par des réformes structurelles plutôt que des régulations conjoncturelles : d'abord avec le dollar-compensé (ajustement automatique de la parité selon une règle préétablie plutôt qu'une politique monétaire discrétionnaire) puis par le « 100% Money ».

endogène, afin, *in fine*, d'empêcher les fluctuations du niveau général des prix et l'effondrement du volume de la production et de l'emploi qui en découlent. Cette reformulation ouvre selon nous la possibilité de défendre une conception non-libérale (donc post-fishérienne) du « 100% Money », réforme qui ne viserait plus la dépolitisation de la monnaie au profit du libre-marché (comme c'était effectivement largement le cas dans la version fishérienne, qu'Adrien Vila restitue de manière juste), mais au contraire son arrachement au marché et au capital et sa restitution à l'Etat, afin justement d'en assumer pleinement la dimension institutionnelle et politique. Cela permet également de rompre avec l'optimisme excessif de Fisher, qui attribut quasiment toute instabilité macroéconomique à des facteurs monétaires susceptibles d'être évacués par la seule mise en place d'une monnaie exogène. Une prise en compte plus forte de la question de la confiance, et des facteurs socio-psychologiques, conventionnels et institutionnels qui en constituent le ressort ultime en situation d'incertitude radicale, mène au contraire à une ambition plus modeste : l'exogénéisation de la monnaie serait un facteur de stabilisation, mais pas un gage de stabilité à elle toute seule. L'instabilité financière exige par exemple un traitement à part, car loin de n'être provoquée que par des perturbations monétaires comme semble le croire Fisher, elle est intrinsèque au mimétisme des marchés de liquidité comme l'avait compris Keynes à travers sa métaphore bien connue du concours de beauté.

Sur la question de la réforme monétaire, Keynes serait probablement lui-même favorable à une monnaie exogène, comme le suggère sa plaisanterie sur l'enfouissement puis le minage des billets qui ironise sur l'idée que toute création monétaire serait nécessairement endogène au marché¹, ou le fait qu'il trouve « très regrettable que les déposants puissent prendre l'initiative de changer le volume de la monnaie de la

¹ « Si la Trésorerie était disposée à emplir de billets de banque des vieilles bouteilles, à les enfouir à des profondeurs convenables dans des mines désaffectées qui seraient ensuite comblées avec des débris urbains et à autoriser l'entreprise privée à extraire de nouveau les billets suivant les principes éprouvés du laissez-faire (le droit d'exploiter les terrains billettifères étant, bien entendu, concédé par adjudication), le chômage pourrait disparaître [...] Il serait plus sensé de construire des maisons ou autre chose d'utile ; mais, si des difficultés politiques et pratiques s'y opposent, le moyen précédent vaut encore mieux que rien. » John M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 2005 (1936), p. 148.

communauté »¹. Certains postkeynésiens seraient sans doute en désaccord, soulignant le rôle décisif qu'a joué la prise en compte de l'endogénéité de la monnaie dans la rupture entre Keynes et les classiques, mais il nous semble que si le circuit monétaire ne peut être pleinement compris sans l'idée du circuit keynésien, celui-ci demeure valide sans celui-là. Rappelons en effet que Frédéric Poulon identifie dans la pensée de Keynes deux circuits qu'il convient de bien distinguer². Comme nous l'avons vu, le circuit monétaire (banques → entreprises → ménages → entreprises → banques) correspond au circuit que parcourt la monnaie entre les différents types d'agents économiques, depuis sa création par les banques lors des prêts aux entreprises, jusqu'à son retour aux banques lors des remboursements, après avoir été versée aux ménages par les entreprises et être revenue vers elles lors de la consommation. Le circuit économique (demande anticipée → investissement productif → emploi → revenu → consommation → demande effective³) modélise pour sa part le fait que l'ensemble de l'économie fonctionne comme un circuit où les dépenses des uns forment les revenus des autres, tout partant de la demande anticipée par les entrepreneurs. Il nous semble important de noter que l'instauration d'une monnaie exogène ne remettra pas en cause le circuit keynésien proprement dit (le circuit économique) et la nécessité de mener des politiques monétaires et budgétaires de soutien à la demande.

Il est vrai que c'est en réalité la conceptualisation du circuit monétaire qui fut première dans la pensée de Keynes, et qui le mena, par généralisation successive, à la « grande découverte », à savoir le fait que c'est la demande qui crée l'offre. C'est ce que montre Frédéric Poulon⁴ : l'idée du circuit économique n'est pas apparue immédiatement à Keynes, qui comprend d'abord que « les crédits font les dépôts, et

¹ Cité par Irving Fisher, *100 % Monnaie*, *op. cit.*, p. 100.

² Frédéric Poulon, *La pensée monétaire*, *op. cit.*, en particulier les Chapitres VI et VII. Voir aussi Bernard Guerrien, « Deux lectures revigorantes : *La pensée monétaire* et *La pensée économique de Keynes* de Frédéric Poulon », *Revue de la régulation* [En ligne], vol. 21, 1^{er} semestre 2017, <https://journals.openedition.org/regulation/12277>, mis en ligne le 20 juin 2017, consulté le 10 mai 2020.

³ Ce dernier terme est ambigu : nous l'employons ici pour désigner la demande effectivement adressée aux entreprises (qu'elle soit ou non conforme aux anticipations initiales), tout en sachant qu'elle détermine les anticipations futures (chez Keynes, la demande effective est en effet synonyme de demande anticipée, puisqu'il la définit comme « le montant du "produit" attendu » – John Maynard Keynes, *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), Paris, Payot, p. 49).

⁴ Frédéric Poulon, *La pensée monétaire*, *op. cit.*, p. 98.

non l'inverse », puis « étend cette découverte » en posant que c'est « l'investissement tout entier (qu'il soit financé ou non par le crédit) qui commande à l'épargne tout entière (qu'elle soit ou non thésaurisée) », pour enfin, « allant encore plus loin dans la généralisation », comprendre que c'est « la demande tout entière (d'investissement mais aussi de consommation) qui commande à l'offre tout entière (l'offre d'épargne mais aussi de production) ». Le principe de la demande effective est désormais atteint (et avec lui, le rôle crucial des anticipations au cœur du paradigme keynésien¹), or cette « grande découverte » découle de la prise en compte de l'endogénéité de la monnaie : on comprend donc pourquoi certains économistes keynésiens sont si rétifs à envisager l'abolition de l'argent-dette et la mise en place d'une monnaie exogène, créée et allouée par la Banque centrale en dehors de tout rapport d'endettement. Pourtant, l'endogénéité de la monnaie est un problème logiquement indépendant de celui de la demande effective, puisque le premier relève du circuit monétaire, le second du circuit économique, comme nous l'avons vu, les deux étant distincts quoiqu'imbriqués.

Dès lors, le circuit économique doit demeurer l'objet d'une régulation macro-conjoncturelle même en régime de monnaie exogène. Nous voudrions insister sur le fait que loin de nous enfermer dans une logique libérale et un objectif exclusif de stabilité des prix (qui semble en effet imprégner l'œuvre de Fisher), le « 100% Money » pourrait au contraire être le fer de lance d'un keynésianisme radical apte à répondre aux attentes sociales, sanitaires et écologiques de notre époque. Il convient en effet de distinguer la réforme structurelle des institutions bancaires (visant à modifier le mode d'émission) des politiques conjoncturelles qui peuvent être menées dans le nouveau cadre (visant la régulation macroéconomique de l'activité, de l'emploi et des prix par la demande) : le fait que la monnaie soit émise en dehors de toute dette par la puissance publique, plutôt qu'encadrée dans le marché décentralisé du crédit, ne dit rien *a priori* du rythme d'augmentation de la masse monétaire ni de l'affectation des nouvelles encaisses créées. La question du mode d'émission se pose en réalité en amont de celle des politiques monétaires à mener, qui peuvent être libérales aussi bien que keynésiennes.

¹ Comme le soulève Bernard Guerrien (art. cit.), Frédéric Poulon minore un peu dans cette présentation la place des anticipations, simple découverte complémentaire au principe de la demande effective, même s'il admet ailleurs qu'elle est consubstantielle à une théorie de la demande.

3) *L'émission de la monnaie en régime exogène : contrôle quantitatif centralisé et définition des objectifs de politiques monétaires*

Détaillons davantage le cadre institutionnel que nous avons en tête et les politiques qui pourraient s'y déployer, en partant d'une note adressée par Nicolas Dufrêne, Alain Grandjean et Gaël Giraud¹ en réponse à Henri Sterdyniak dans le cadre du débat récent qui les oppose sur la « monnaie libre » (de dette) que ces auteurs défendent comme nous. Admettant que « la monnaie serait effectivement créée sans dette » dans le modèle fishérien de « monnaie-pleine », ils ajoutent cependant qu'ils n'y adhèrent pas pour ne pas « donner à la banque centrale, et uniquement à elle, le pouvoir de faire évoluer à la hausse ou à la baisse toute la masse monétaire, alors que celle-ci ne peut pas disposer du même maillage territorial que les banques commerciales. » Ils préfèrent donc se contenter de « l'introduction d'une dose de monnaie libre » afin de « préserver le principe de la monnaie endogène et [d']y rajouter une possibilité de monnaie libre fixée de manière exogène » :

« Notre but, ainsi qu'il est écrit tout au long du livre², est de remettre le pouvoir monétaire de la banque centrale au service de l'intérêt général. Il ne s'agit évidemment pas de dire qu'il revient à une banque centrale indépendante du pouvoir politique (mais pas des marchés financiers) de décider elle-même de manière discrétionnaire la manière de mettre en œuvre les puissants outils que nous proposons de développer. »

S'inspirant de l'expérience allemande d'Hjalmar Schacht³ consistant à financer des commandes publiques par l'émission de bons permettant un refinancement auprès de la Banque centrale (*op. cit.*, Chapitre IV) ou des avances non remboursables que la Banque de France avait accordées à l'État après la Seconde Guerre mondiale, la création monétaire libre de dette par la Banque centrale se limiterait à un dispositif d'appoint

¹ « Réponse aux critiques de Henri Sterdyniak sur le livre *La Monnaie Ecologique* » publiée par Nicolas Dufrêne, Alain Grandjean et Gaël Giraud le 24 novembre 2020 (<https://alaingrandjean.fr/2020/11/24/reponse-aux-critiques-de-henri-sterdyniak-livre-monnaie-ecologique/>, consulté le 10/12/2020). Henri Sterdyniak ayant publié en réponse « Pour en finir avec la pensée monétaire magique, 38 », 2 décembre 2020 (<https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/021220/pour-en-finir-avec-la-pensee-monetaire-magique-38/>, consulté le 10/12/2020).

² Nicolas Dufrêne et Alain Grandjean, *Une monnaie écologique*, Paris, Odile Jacob, 2020.

³ Président de la Reichsbank et Ministre de l'Économie dans les années 1930.

comme l'*helicopter money* : si ses effets n'auraient rien de négligeables en termes de régulation macroéconomique, une telle réforme ne ferait que compléter le système actuel de monnaie endogène. Pourtant, l'expérience historique nous semble avoir prouvé que la mise sous tutelle publique de la monnaie endogène ne suffit pas, contrairement à ce que les auteurs espèrent en évoquant le contre-exemple chinois¹, car elle est trop facilement réversible et peut être défaire par les forces du capital comme l'a révélé l'expérience néolibérale. Plutôt que des demi-mesures, il nous semble préférable d'institutionnaliser la disparition pure et simple de la monnaie endogène².

Le marché du crédit étant incapable d'ajuster spontanément la création monétaire aux besoins de l'économie, ainsi qu'on a tenté de le montrer dans les chapitres précédents, c'est selon nous un mécanisme exogène (une décision politique) qui doit s'en charger, tant en ce qui concerne le volume des émissions que leur affectation. Il convient ici de bien distinguer création monétaire et canaux d'allocation de l'épargne : nous parlons seulement de l'affectation des *nouvelles* encaisses créées à chaque période, et non celle des encaisses *déjà créées et épargnées* dont la gestion peut toujours être confiée au marché des fonds prêtables, lequel est régulé par la libre variation du taux d'intérêt ou par des actions publiques destinées à réorienter finement l'épargne selon des choix politiques (défiscalisation, garantie publique ou taux d'emprunt bonifié pour certains investissements, taux de rémunération plafonné pour certains placements, gestion collective de l'épargne par des organismes publics type CDC selon des objectifs stratégiques, etc.). Mais toute augmentation de la masse monétaire doit selon nous être placée sous le contrôle direct des pouvoirs publics.

¹ « Toutes les grandes banques publiques chinoises, dont la première banque du monde par sa capitalisation, la Banque industrielle et commerciale de Chine (ICBC, trois fois plus grande que la Société générale), reçoivent directement des ordres de la BPC, elle-même sous le contrôle du parti-Etat. Ce système présente bien des avantages (financement massif et facile de grands projets) et quelques inconvénients (financement d'« éléphants blancs », corruption, détournement par les provinces) que nous discutons dans le livre. Mais il joue un grand rôle dans la prospérité chinoise. [...] Par conséquent, non seulement la Chine utilise la création monétaire libre quand elle en a besoin, mais la plupart du temps elle n'en a pas besoin puisque toute la politique monétaire est déjà contrôlée par l'Etat. » (*Ibid.*).

² Il y a là une différence aussi importante que celle qui sépare l'idée de nationalisations (également mises en œuvre après-guerre, mais tout aussi réversibles) de l'abolition de l'actionnariat (remplacé par exemple par une gouvernance inclusive des entreprises par l'ensemble des parties prenantes). Soustraire l'institution monétaire ou celle de l'entreprises à l'emprise du capital n'a pas la même portée historique si cela passe par une contrainte étatique exercée de l'extérieur, ou si l'institution est elle-même libérée de l'intérieure dans sa structure même.

Cela ne signifie bien sûr pas que l'Etat doit pouvoir créer de l'argent sans limite, sans quoi il s'exposerait à générer des tensions inflationnistes : pour conserver sa valeur, la monnaie émise doit toujours être susceptible de trouver une contrepartie *marchande* dans l'économie, même si, en régime exogène, elle n'a plus de contrepartie *comptable* dans le bilan de la Banque centrale. Cela implique donc que la progression de la masse monétaire tienne compte des capacités de production (qu'elle peut bien sûr contribuer à accroître à long terme en finançant des investissements, mais pas au-delà des limites physiques de main d'œuvre, de matières premières, d'énergie et de machines disponibles à court terme), et que l'injection de monnaie exogène obéisse à un principe de fléchage par l'autorité monétaire pour s'assurer qu'elle finance non pas la spéculation mais la production (*via* l'investissement ou la consommation) conformément à la théorie *qualitative* de la monnaie. Nous reviendrons dans la dernière section sur l'orientation des fonds à créer (en privilégiant une allocation universelle ou une distribution fine des subventions aux investissements publics et privés plutôt que le financement du déficit budgétaire de l'Etat), mais approfondissons d'abord la question de leur montant. Comme le souligne très justement Henri Sterdyniak, la question institutionnelle de l'initiative de la création monétaire est centrale¹, et la Trésor public ne nous semble pas le mieux placé pour résister à la tentation de la surémission : la gestion de la masse monétaire devrait donc échoir à une institution spécialisée. Celle-ci prendrait les décisions de politique monétaire indépendante en fonction de critères macroéconomiques (emploi, inflation, etc.) comme le fait la Banque centrale actuellement, par exemple en s'appuyant sur le modèle IS-LM.

Comme nous l'avons déjà dit, ce dernier formalise un monde de monnaie exogène où c'est le taux d'intérêt qui devient endogène (librement fixé sur le marché des fonds prêtables) : c'est le contraire de la réalité actuelle², mais cela correspondrait en revanche à un univers de « monnaie pleine » de type fishérien. Le modèle IS-LM étant

¹ « Certains estiment que la possibilité de financement direct des États par la Banque centrale devrait être inscrite dans les Traités. Mais qui en aurait l'initiative : la Banque centrale [...] ou les États eux-mêmes (mais à quels taux et sous quelles limites ? » (cité par ses contradicteurs).

² Bien que les politiques non conventionnelles changent la donne, la norme officielle à laquelle les banquiers centraux espèrent revenir un jour demeure la fixation politique, donc exogène, du taux de refinancement, et l'ajustement endogène de la masse monétaire en fonction de ce taux.

le symbole de la synthèse néoclassique (donc de la « compromission » des néokeynésiens aux yeux des postkeynésiens), il est possible d'y voir la confirmation qu'une monnaie exogène est nécessairement anti-keynésienne, mais on peut inversement y voir la preuve qu'une telle réforme, fut-elle inspirée par un économiste libéral comme Fisher, n'exclut pas la possibilité de mener des politiques monétaires et budgétaires d'inspiration keynésienne – que le modèle a justement pour but de penser. Certes, IS-LM est un modèle de compromis. Il suppose par exemple, dans une optique assez néoclassique, l'ajustement spontané de l'offre et de la demande simultanément sur le marché des biens et services, le marché de la monnaie et le marché des capitaux : il manque donc d'épaisseur temporelle, reléguant au second plan le problème de la coordination inter-temporelle pourtant cruciale dans le traitement de la monnaie aux yeux de Keynes (ou de Wicksell, ainsi que le souligne Robert Boyer¹), et donc le rôle des anticipations qui sont le point de départ du circuit économique. Néanmoins, il repose aussi sur un certain nombre de postulats keynésiens, comme l'absence de régulation par la concurrence sur le marché du travail (le niveau de l'emploi n'étant qu'une variable passive sur laquelle les politiques monétaires et budgétaires peuvent agir), ou encore l'horizon de court terme et le raisonnement à prix fixes² – bien que cela passe au second plan les problèmes liés à l'inflation, mais aussi l'effet de la déflation sur l'économie, qui est au cœur de l'analyse de Fisher. Quoiqu'il en soit, IS-LM permet de penser l'insuffisance de la demande, la possibilité du sous-emploi et la nécessité des politiques macroéconomiques.

Une interprétation très néoclassique du modèle, qui nie l'efficacité de telles politiques, est bien sûr possible (courbe IS horizontale, courbe LM verticale), mais une interprétation très keynésienne l'est tout autant. Ainsi, la courbe IS peut être plus verticale, rendant la politique budgétaire efficace, voire complètement verticale si l'investissement est entièrement inélastique au taux d'intérêt, ce qui s'expliquerait en

¹ Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », art. cit., p. 174.

² La rigidité des prix, et en particulier des salaires, est toutefois devenue, dans le modèle de Hicks, la cause du déséquilibre sur le marché du travail, alors que chez Keynes (ou Kalecki), le chômage involontaire pouvait exister malgré la flexibilité des salaires, les rigidités nominales étant en réalité un stabilisateur amortissant les chocs de demande, soit la cause de la stabilité de l'équilibre de sous-emploi plutôt que de l'instabilité de l'équilibre de plein-emploi (qui, dépendant des anticipations, n'est en fait jamais garanti).

temps de crise par les anticipations pessimistes des entrepreneurs concernant la demande effective : le circuit économique partant des anticipations n'est donc pas entièrement absent de l'analyse, même si le circuit monétaire est implicitement exclu par le postulat d'une création monétaire exogène. Cette sensibilité de la courbe IS au niveau de la confiance demeure profondément keynésienne, tout comme la trappe à liquidité qui peut rendre la courbe LM horizontale.

Sur ce dernier point, il est cependant permis de critiquer l'importance du taux d'intérêt comme point d'articulation central entre marché des biens et marché de la monnaie dans le cadre d'une monnaie exogène. L'augmentation gratuite de la masse monétaire nous semble bien sûr devoir produire une hausse de la demande indépendamment de son impact sur le taux d'intérêt. En effet, si les encaisses des agents augmentent à la suite d'une politique de relance monétaire (sans passage par la dette, donc sans effet direct sur le taux d'intérêt, puisque la monnaie serait exogène¹), il nous semble douteux que l'augmentation du volume de monnaie ne produise *aucune* augmentation directe de la demande globale du simple fait que les taux demeurent inchangés. Cela supposerait que toutes les nouvelles liquidités allouées aux agents soient *entièrement* absorbées par l'épargne et ne se traduisent pas par *la moindre* augmentation de la consommation, ce qui est pourtant probable en cas d'allocation universelle à destination des ménages (gonflant leur pouvoir d'achat) ou de dotation au budget de l'Etat (qui permettrait d'augmenter le nombre de fonctionnaires ou le montant de leurs traitements). Cela supposerait également que l'injection de monnaie gratuite n'aurait aucun impact sur l'investissement, comme cela serait pourtant attendu si les nouvelles encaisses créées étaient mises en circulation par des subventions aux investissements publics ou privés.

De plus, même désencastrée de la dette, la relance monétaire aurait en vérité sans doute un effet baissier sur le taux d'intérêt, stimulant l'investissement, donc provoquant une augmentation *indirecte* de la demande même si l'intégralité des nouvelles encaisses avait été épargnée, justement parce que la hausse de l'offre

¹ L'augmentation de la masse monétaire voulue par la Banque centrale n'étant dès lors plus freinée par la nécessité que des agents soient prêts à s'endetter davantage, et que les banques leur accordent des crédits : la masse monétaire ne serait plus une fonction de l'endettement.

d'épargne fait chuter le taux d'intérêt sur le marché des fonds prêtables : la question de la dette et du taux d'intérêt n'intervient plus lors de la création monétaire elle-même, mais réapparaît après coup, lorsque les agents épargnent une partie des encaisses reçues en vue de les prêter. Force est d'admettre que pour sa part, cet effet indirect serait toujours limité par la thésaurisation des nouvelles encaisses, et bien sûr par le plancher des taux nuls comme le prévoit la section horizontale de la courbe LM : en temps de récession, l'enjeu est en effet autant celui du coût de l'investissement que celui des débouchés anticipés, donc de la demande solvable, de sorte que si les anticipations des entrepreneurs sont pessimistes, ils n'emprunteront pas (même à taux nul) pour réaliser le niveau d'investissement nécessaire au plein-emploi. Toutefois, si le surplus de monnaie créée est initialement mis en circulation sans contrepartie, il est peu probable qu'il soit entièrement absorbé par une hausse de l'épargne, comme on l'a dit, de sorte qu'il solvabilisera subitement un surplus de demande sur le marché des biens et services, ce qui justifiera l'investissement.

Indépendamment de son effet indirect sur le marché des fonds prêtables, la création monétaire exogène peut produire un effet direct sur la consommation (canal de l'allocation universelle aux ménages ou de la hausse des dépenses de fonctionnement de l'Etat), mais aussi sur l'investissement lui-même, en abaissant subitement le coût d'un projet en dehors de toute dette donc de toute limite de taux (canal de la subvention aux investissements ou de la hausse des dépenses d'investissement de l'Etat). Le surplus d'investissement se justifie en effet soit parce que la consommation anticipée à laquelle il doit répondre augmente grâce aux dotations monétaires dont les agents jouissent soudain sans contrepartie, soit parce que le type d'investissement concerné est indépendant de la consommation finale (par exemple un investissement vert, destiné à réduire les émissions de carbone à consommation constante). Dans ce dernier cas en effet, il est possible que le coût d'un investissement envisagé ait été trop élevé pour qu'il soit financé entièrement par emprunt (même à taux nul, du fait que le principal de l'emprunt resterait à rembourser), mais que le recours partiel ou total à des subventions supprime cette contrainte. Prenons le cas d'un investissement vert qui ne génère pas, ou peu, de recettes supplémentaires (ou

d'économies sur les coûts *monétaires* à venir), étant essentiellement motivé par la réduction des *externalités* négatives qu'il permet, de sorte que le remboursement de l'emprunt, même à taux nul, ne pourra se fonder sur le rendement futur : l'investissement ne peut alors se faire, sauf s'il est subventionné. Dès lors, il semble que la politique monétaire échapperait largement à la trappe à liquidité en étant désencastrée de la dette : toute mise en circulation de nouvelles encaisses sans contrepartie devrait rencontrer des projets de consommation ou d'investissement, et donc se traduire par une hausse au moins partielle de la production.

Ainsi, la politique de relance monétaire ne se heurterait plus à la contrainte de solvabilité des agents, puisque l'argent serait gratuit, permettant un contrôle direct des pouvoirs publics sur l'augmentation de la masse monétaire. Notons pour finir que les encaisses créées circuleront indéfiniment dans l'économie, contrairement à ce qui prévaut dans le système actuel où, nées des crédits, elles sont détruites lors des remboursements. Nous ne nous attarderons cependant pas sur les moyens de réduire la masse monétaire en cas de tensions inflationnistes causées par une surémission, car cela semble inutile. Il n'arrive en effet quasiment jamais dans le régime actuel que l'on cherche à réduire véritablement la masse monétaire, puisqu'il suffit le plus souvent pour calmer ces tensions de stopper, voire de simplement ralentir, son augmentation (en gelant ou en diminuant la création monétaire *nette*) le temps que la hausse des prix et la croissance de la production réelle absorbe l'excès de monnaie : il devrait en aller de même en régime exogène malgré l'absence de reflux périodique des encaisses. Notons toutefois que dans le cas improbable où le gel des émissions, allié au besoin à l'emploi de l'arme fiscale dans un *policy mix* visant à modérer la demande, s'avèrerait insuffisant pour maîtriser l'inflation, l'institution d'émission pourrait toujours réduire la masse monétaire en taxant les dépôts bancaires (ou bien en empruntant l'argent sur le marché le temps nécessaire, quitte à renouveler cet emprunt aussi longtemps que le besoin s'en fera sentir¹). La maîtrise de la masse monétaire est donc pleinement garantie.

¹ Ce cas de figure (très hypothétique) permettrait de tenir compte des préférences des agents plutôt que de faire des prélèvements uniformes. Cela ne reviendrait pas à ré-encastrier la création monétaire dans le rapport d'endettement : au contraire, c'est la *destruction* monétaire qui serait ici imbriquée dans la dette (et, ce faisant, chrono-limitée), sans que cela pose de problème de solvabilité puisque l'institution d'émission aurait toujours le pouvoir d'émettre la monnaie pour rembourser ce qu'elle doit. La situation

4) *La mise en circulation : quels objectifs qualitatifs et quels canaux de distribution ?*

Abordons pour finir la question de la répartition des encaisses créées. Nicolas Dufrêne, Alain Grandjean et Gaël Giraud pointent avec raison dans leur note de novembre 2020 le danger antidémocratique que constituent les « comités technocratiques décidant de manière opaque de l'argent alloué, sans contrôle effectif du parlement ». S'inspirant du Conseil national du crédit (CNC) mis en place en 1946, ils en appellent à la création d'un « Conseil national de la création monétaire » afin que celle-ci soit opérée « dans des volumes bien définis et décidés collectivement et à des fins bien ciblées d'investissements » : conformément à l'ambition initiale (rapidement dévoyée) du CNC, il s'agirait de recréer un « parlement du crédit et de la monnaie », un « organe démocratique et délibératif, observateur de la monnaie sous toutes ses formes et capable de réfléchir aux enjeux de long terme, avec la participation de différents acteurs du corps social (syndicats, patronat, représentants de l'État, etc.). »¹

Nous partageons entièrement le projet d'une « création monétaire libre et ciblée sous contrôle démocratique », mais par quelles procédures concrètes mettre en circulation une monnaie libre de dettes pour financer des investissements ciblés selon des objectifs démocratiquement déterminés ? L'institution en charge de l'émission peut-elle opérer seule une telle mise en circulation ? Comme on l'a dit dans la section précédente, nos auteurs pointent le maillage territorial trop limité de la Banque centrale, et en concluent que la monnaie endogène demeure indispensable, mais cet argument ne nous semble pas tenir. Il convient d'abord d'observer que l'argent que la puissance publique doit ici allouer se limite à chaque période aux nouvelles émissions, or la monnaie ayant désormais une durée de vie illimitée, cela représente en régime exogène un volume bien moindre que la masse monétaire que le système bancaire devait recréer par de nouveaux crédits à chaque période en régime endogène (du fait que les remboursements ne cessaient de détruire de la monnaie). Une fois émise, les

serait inversée par rapport au système actuel, où c'est un *agent* (dépourvu du pouvoir d'émission) qui s'endette auprès du système bancaire pour *créer* la monnaie (au risque que trop peu d'agents soient demandeurs au vu du poids du fardeau de la dette), et non *l'institution d'émission* qui s'endette auprès des agents (trouvant toujours des volontaires grâce au versement des intérêts) pour *retirer* provisoirement du circuit économique une part des encaisses déjà créées.

¹ Nicolas Dufrêne et Alain Grandjean, *Une monnaie écologique, op. cit.*, p. 229.

encaisses continuent désormais de circuler sans fin entre les agents économiques sans que l'institution d'émission ait à s'en préoccuper. Les banques conserveraient donc en réalité un rôle essentiel dans la gestion des flux monétaires comme on l'a déjà suggéré : privées du pouvoir de création monétaire, elles n'en garderaient pas moins, comme des caisses d'épargne, la fonction de collecte des dépôts et d'allocation des crédits (dans un système où les dépôts feront désormais les crédits¹). Le monopole public sur l'émission de monnaie ne signifie donc bien sûr pas un contrôle public de tous les flux financiers, de toute l'épargne et de tous les investissements par un réseau d'agences tentaculaire !

Reste que les montants à allouer, variant en fonction des besoins de l'économie, demeurent potentiellement considérables : dans le cas français, si l'institution d'émission décide d'augmenter la masse monétaire de 4 ou 5 % par an par exemple, cela représenterait aujourd'hui entre 50 et 70 milliards à distribuer sur douze mois. La Banque de France ne dispose pas du maillage territorial nécessaire à une distribution fine de montants aussi élevés, mais un réseau *ad hoc* pourrait être construit (en s'appuyant par exemple sur ceux d'institutions existantes, comme la Banque postale ou la Caisse des Dépôts et Consignations). Nos auteurs le reconnaissent d'ailleurs eux-mêmes : le « Conseil national de la création monétaire » qu'ils imaginent pourrait selon eux « se décliner localement afin que les décisions puissent être cohérentes avec les spécificités de chaque territoire. Il agirait ainsi, parallèlement à la banque centrale, pour décider du niveau et des secteurs devant bénéficier de la création monétaire, les opérations techniques ainsi que le reste de la politique monétaire restant du ressort de la banque centrale ». En croisant deux sources d'inspiration, le « 100% Money » d'Irving Fisher (qui brise radicalement l'encastrement de la monnaie dans le marché de la dette) et le projet de réseau de Banques publiques de développement de Michel Aglietta (qui n'en fait pas autant, mais permet de penser les canaux de distribution fine des encaisses créées selon les priorités politiques), imaginons la proposition suivante : un réseau de

¹ Sans que cela ne limite les investissements possibles à l'épargne disponible, puisqu'ils peuvent également être financés par création monétaire, mais dans des proportions et selon des canaux contrôlés par la finance publique et non privée, et indépendamment de toute dette. La capacité de prêt des banques est donc limitée *ex ante* par l'épargne collectée en monnaie centrale, mais sans que cela frustre davantage qu'auparavant la demande d'emprunt qui leur est adressée, puisque celle-ci diminue à mesure que des projets d'investissements bénéficient des subventions que finance désormais la création monétaire.

Caisses publiques locales de *subventions* aux investissements stratégiques publics ou privés – et non pas de prêts remboursables.

C'est l'Institution d'Emission¹ chapeautant le réseau des Caisses de subventions qui définirait chaque mois le montant total de monnaie à injecter dans l'économie pour permettre le maintien de la demande globale au niveau assurant le plein-emploi et une inflation modérée, et qui procéderait aux premiers arbitrages sur la répartition des fonds entre les différents canaux de distribution à privilégier selon le dynamisme conjoncturel ou la fragilité relative de tel ou tel secteur ou territoire. Si l'Institution d'Emission décidait de stimuler la consommation des ménages plutôt que l'investissement des entreprises ou du secteur public, elle pourrait injecter les fonds sous forme d'allocation universelle. Le versement d'une telle allocation ne garantit bien sûr pas qu'elle sera dépensée au rythme souhaité : la thésaurisation peut toujours bloquer le circuit keynésien, de sorte que la politique monétaire seule n'est pas toute puissante. La politique budgétaire s'avèrera donc toujours nécessaire pour stimuler la demande, et plus généralement, c'est l'ensemble d'un mode de régulation qui permettra de définir un nouveau régime de croissance (ou du moins de développement). Mais un frein sérieux à la transmission de la politique monétaire disparaît avec l'argent gratuit, à savoir la nécessité qui prévaut en régime endogène d'être suffisamment confiant dans sa propre solvabilité future (et en persuader la banque) pour solliciter un crédit et accéder aux liquidités². Si l'Institution d'Emission décide de privilégier le canal des investissements, les choses sont encore plus simples : les Caisses de subventions n'alloueront les fonds qu'à des projets effectifs stimulant la demande globale, de sorte que la monnaie créée ne pourra pas être immédiatement bloquée par la thésaurisation.

Les dossiers de candidatures ne seront pas durs à trouver. Comme on l'a dit, un grand nombre d'investissements ayant une forte valeur sociale ou environnementale

¹ Il convient ici de ne plus parler de *Banque* centrale, puisqu'elle ne se comporterait plus comme une banque dont l'activité consiste à accorder des prêts, mais comme un émetteur de monnaie sans contrepartie comptable. En outre, sa gouvernance pourrait être démocratisée comme on l'a dit plus haut.

² Comme le résumait si bien nos auteurs dans leur note : « L'idée est toute simple : créer de la monnaie pour stimuler la création de valeur, sans pour autant y attacher une dette qui pourrait réduire cet effet (car le remboursement de dettes est une destruction monétaire). »

(reconnue selon des critères ESG¹ à établir démocratiquement) ne s'avèrent pas rentables s'ils sont financés par emprunt (même à taux nul), mais le deviendraient s'ils étaient au moins partiellement financés par subventions (comme l'ont été les hôpitaux publics construits pendant les Trente Glorieuses, ainsi qu'on l'a vu au Chapitre V). Les projets publics en la matière ne manquent pas : rénovation thermique des bâtiments de l'Etat, des collectivités et de tous les établissements publics ou parapublics (lycées, hôpitaux, casernes, gares, etc.), développement du fret ferroviaire, des infrastructures nécessaires à la voiture électrique, des énergies renouvelables, etc. L'attribution des nouvelles encaisses monétaires créées chaque mois à un réseau de Caisses publiques de subventions d'échelles territoriales variées (régionale, nationale, européenne...) plutôt qu'au budget général de l'Etat permettrait non seulement d'éviter de rendre celui-ci dépendant d'une source de financement susceptible de se tarir en cas de resserrement de la création monétaire pour juguler l'inflation, mais aussi d'assurer une allocation optimale des fonds au plus près du terrain selon des critères sectoriels, géographiques, écologiques, stratégiques, etc. La gouvernance des Caisses devrait idéalement inclure l'ensemble des parties prenantes (représentants des Chambres de Commerce et de l'Industrie, des syndicats, des collectivités locales, des associations de protection de l'environnement ou de défense des consommateurs ou des chômeurs, etc.)

Des projets d'investissement privés pourraient aussi être sélectionnés par ces Caisses, mais pour pallier le risque d'une allocation inéquitable des fonds entre les différents agents privés, il serait peut-être préférable que ceux-ci aient une contrepartie : non pas une créance, qui reviendrait à ré-encastrier la création monétaire dans un rapport d'endettement, mais un titre de propriété, comme le propose Éric Le Boucher². Ainsi une entreprise pourrait toucher des aides pour réaliser un investissement vert ou une relocalisation d'activités stratégiques, mais sous forme d'apport de capital (plutôt que de crédit, d'obligation ou de subvention), la Caisse devenant coactionnaire à hauteur de son apport, ce qui doterait la puissance publique

¹ Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (critères de justice sociale des investissements).

² Éric Le Boucher, « L'Etat pourrait aider massivement les ménages à isoler leur maison, en en devenant propriétaire à due proportion et en récupérant sa mise lors de la revente », *Les Echos*, 14 mai 2020 (<https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/on-a-trouve-un-vaccin-economique-pour-le-monde-dapres-1202904>, consulté le 30/08/2020).

d'un pouvoir supplémentaire de guidage souple de l'économie. De même, un ménage pourrait toucher des aides pour réaliser la rénovation thermique de son logement, mais la Caisse deviendrait copropriétaire à hauteur de son apport – récupérant ainsi la somme investie et la plus-value éventuelle à la revente du bien, pour éviter que le bénéfice de ces aides (à visée non financière) ne soit accaparé par les particuliers en déformant injustement la structure de répartition des patrimoines au profit des possédants.

Conclusion

Le débat économique récent a fait émerger plusieurs propositions hétérodoxes pour faire face aux contradictions de la monnaie endogène. Leur degré de radicalité varie, la plupart ne proposant pas de rupture franche avec ce mode d'émission. La plus classique vise à reconstruire un *policy mix* articulant politique monétaire, budgétaire et macro-conjoncturelle, mais une réforme plus ambitieuse consisterait à mettre la finance privée sous tutelle, en conférant une place centrale à des banques publiques de développement plutôt qu'aux marchés financiers dans la construction de conventions partagées sur l'avenir permettant aux acteurs de se coordonner. La Théorie Monétaire Moderne va jusqu'à affirmer que l'Etat ne rencontre aucune limite budgétaire puisqu'il a la capacité d'émettre la monnaie en régulant l'économie par son déficit, mais cette approche, fondée sur l'idée que la monnaie est une créature de l'Etat, surestime à nos yeux la capacité de contrôle de l'Etat sur la monnaie et sous-estime la menace que peut représenter la dette publique, qui atteint aujourd'hui des niveaux inégalés hors période de guerre. Des propositions répondent toutefois à ce problème en contournant l'encastrement de la monnaie dans la dette, soit par l'effacement de la dette publique détenue par la Banque centrale, soit par l'*helicopter money*, mais sans aller jusqu'à une monnaie entièrement exogène comme nous le proposons à la suite de Fisher.

Inspiré par un auteur libéral, notre projet permettrait aussi bien de mener des politiques keynésiennes, car la question du mode d'émission se pose selon nous en amont de celle de la politique monétaire. L'atteinte des objectifs retenus n'est en revanche pas totalement indépendante du régime choisi : en régime endogène, sans *policy mix* efficace, le succès des politiques menées peut être compromis par l'absence de contrôle réel de la Banque centrale sur la masse monétaire (comme on l'a vu au

chapitre précédent), que ces politiques visent la stabilité des prix ou bien le plein-emploi. En régime exogène, la création monétaire ne serait plus abandonnée aux forces décentralisées du marché du crédit, dont nous avons montré l'absence d'autorégulation : au contraire, le montant des émissions serait fixé chaque mois par une institution centrale (indépendante du gouvernement pour résister à la tentation de surémission, mais potentiellement dotée d'une gouvernance démocratique), selon des objectifs macroéconomiques qui peuvent aussi bien être libéraux (se cantonnant à la stabilité des prix) que keynésiens (incluant le plein-emploi et des objectifs de développement, option qui a bien sûr notre préférence). Centralisé, le nouveau système reposerait toutefois sur une architecture institutionnelle subtile. Mises en circulation en dehors de toute dette, les encaisses créées seraient attribuées sans contreparties, réparties dans le respect de la justice sociale par deux moyens alternatifs : soit par une allocation universelle versée aux ménages (si l'arbitrage se fait en faveur d'une relance par la consommation), soit par des subventions aux investissements publics et privés répondant à certains critères ESG démocratiquement définis (si l'on privilégie le canal de l'investissement). Cette dernière option nécessite que les projets soient sélectionnés par un réseau de Caisses publiques de subventions dont le maillage territorial autoriserait une distribution fine des fonds au plus près des besoins, dans la limite des montants fixés chaque mois par l'Institution d'Emission. Transformées en caisses d'épargne, les banques privées n'auraient plus le pouvoir de création monétaire, mais joueraient toujours un rôle essentiel dans la collecte de l'épargne et l'octroi de prêts aux conditions du marché.

Conclusion générale

Les propositions iconoclastes d'*helicopter money* ou de monnaie libre de dette formulées aujourd'hui avec de plus en plus de force par des économistes hétérodoxes, prennent sens au vu du contexte qui prévaut depuis bien avant la crise sanitaire de 2020 : endettement massif des agents aussi bien publics que privés, taux d'intérêt négatifs et échec de la normalisation des politiques monétaires non-conventionnelles menées en réponse à la Grande Récession provoquée par les conséquences de la crise des *subprimes* et des finances publiques. Même si la décennie passée marque une rupture dans la régulation menée par les Banques centrales, la dynamique d'ensemble de l'économie semble s'inscrire dans la continuité des trente années de régime néolibéral qui l'ont précédée, caractérisées par une hausse perpétuelle de l'endettement et une baisse continue des taux d'intérêt. Le point d'aboutissement où nous voilà rendu aujourd'hui semble défier la rationalité néoclassique chère à l'orthodoxie qui domine le champ académique, puisque les agents sont désormais prêts à payer non pas pour emprunter de l'argent, mais bien pour en prêter...

Pour mieux comprendre ce phénomène et les réponses qui peuvent y être apportées, il nous a semblé nécessaire de rompre avec le cadre épistémologique dominant, pour lui préférer celui de la théorie de la régulation. L'enjeu est en effet d'expliquer la monnaie non pas à partir d'un individualisme méthodologique strict, comme s'il s'agissait d'un simple nœud de contrats privés, mais à partir d'une vision interactionniste ouvrant sur sa dimension proprement holiste : la monnaie comme institution sociale incarnant la confiance collective de l'ensemble de la communauté marchande dans la poursuite future des échanges. De même, la dette (l'obligation de rendre qui naît d'un délai de paiement ou d'un prêt d'argent) ne saurait se réduire à un contrat rationnel mutuellement avantageux offrant à chacune des parties l'allocation inter-temporelle optimale de ses ressources, mais doit être pensée comme un rapport social agonistique où les intérêts des créanciers et des débiteurs peuvent s'opposer de manière très violente : oscillant entre l'égalité qui régit idéalement l'échange marchand et la hiérarchie qui prévaut dans le rapport salarial, la dette constitue un rapport de

dépendance faisant peser sur les épaules du débiteur un véritable fardeau, l'obligation de rendre dont il sait qu'il devra s'acquitter à l'avenir (malgré l'incertitude radicale qui caractérise cet avenir) sous peine d'être soumis à la volonté du créancier (avec des degrés de violence variant selon les formes institutionnelles médiatisant le rapport d'endettement).

Nous observons que le concept de monnaie peut être construit indépendamment de celui de dette. Si la confiance est centrale dans la monnaie comme dans la dette, elle est dans un cas collective, et dans l'autre bilatérale. Pourtant, les deux sont aujourd'hui étroitement imbriquées par ce que nous avons nommé l'encastrement de la création monétaire dans le marché de la dette. En effet, et bien que de grandes figures du champ économique continuent à l'ignorer, ce sont bien les crédits qui font les dépôts, de sorte que toute création de monnaie suppose la contraction d'une dette. Autrement dit, toute injection dans le circuit économique d'un surplus de confiance collective, d'affects joyeux susceptibles de relancer l'activité, s'accompagne nécessairement d'un alourdissement du fardeau de la dette, d'affects tristes pesant sur la demande. Il y a là une contradiction que les Banques centrales ont de plus en plus de mal à accommoder, au point de réfléchir aujourd'hui à un « grand *reset* ».

A cela s'ajoute une autre contradiction : alors que la monnaie est une institution collective, son mode d'émission actuel fait d'elle une marchandise, payante et d'une durée de vie limitée, littéralement produite sur un marché (le marché du crédit) par la rencontre d'une offre et d'une demande décentralisées. Bien sûr, l'offre de monnaie est en partie (et de plus en plus en régime non-conventionnel) dirigée par la Banque centrale, mais la masse monétaire dépend *in fine* des comportements microéconomiques de prêt et d'endettement d'une multitude d'agents privés (les banques et leurs clients) alors même qu'elle assure une fonction macroéconomique (la stabilité des prix, la croissance de l'activité ou le plein-emploi, par exemple). La dette des agents est fonctionnalisée, mais rien ne garantit *a priori* que cette fonction sera assurée adéquatement, c'est-à-dire que les décisions microéconomiques d'endettement permettront d'ajuster la masse monétaire aux besoins de la production à l'échelle macroéconomique.

Certains auteurs postkeynésiens font de la monnaie une variable passive s'ajustant nécessairement aux besoins de l'économie, mais l'histoire des crises monétaires et l'analyse de mécanismes comme la spirale fishérienne de déflation par le désendettement permettent de mettre radicalement en doute cet optimisme : il semble au contraire qu'il n'y ait pas d'autorégulation de la création monétaire. Nous avons voulu remonter aux fondements théoriques de cette controverse. Au-delà des mécanismes concrets d'ajustement supposé, les tenants de la conception « révolutionnaire » de l'endogénéité comme Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi fondent leur espoir sur une certaine vision de la nature de la monnaie, implicitement présente chez de nombreux auteurs mais qui nous semble devoir être remise en cause : la monnaie comme simple droit de tirage sur la production s'ajustant toujours à sa valeur puisqu'elle n'en est que le reflet comptable. Cette conception fait de l'endogénéité une caractéristique ontologique et transhistorique de la monnaie, ce que nous avons tenté de réfuter en discutant point par point le raisonnement des auteurs. L'endogénéité est à nos yeux contingente et historiquement située, n'étant pas intrinsèque à la nature même de l'institution monétaire mais seulement à son encastrement dans le marché de la dette, phénomène récent dans l'histoire longue des monnaies marchandes.

Bien sûr, ces dernières sont liées à la dette dès leur apparition. Comme le rappelle David Graeber¹, les sociétés humaines ont développé des systèmes de crédit complexes dès la Mésopotamie antique à la fin du IV^e millénaire, quand apparaissent les premières monnaies marchandes. Mais ces monnaies ne sont en réalité pour l'essentiel que des monnaies de compte et non de paiement : même si l'anthropologue ne le formule pas ainsi, nous dirions que les fonctions d'intermédiaire des échanges et de réserve de valeur étaient surtout assurées par les dettes enregistrées sur des tablettes d'argile par la bureaucratie des « grands organismes » (temples et palais) dans un système de crédit centralisé avec paiement en nature. L'invention des pièces de monnaie en Lydie au VI^e siècle avant notre ère introduit une nouveauté radicale : l'unification des monnaies de compte et de paiement dans un même objet concret

¹ David Graeber, *op. cit.*, Chapitre VIII, p. 259 à 271, en particulier p. 263. Voir aussi p. 52.

assurant les fonctions d'unité de compte, de moyen de paiement, d'intermédiaire des échanges et de réserve de valeur, et permettant la circulation des marchandises sans recours à la dette. Le système actuel, en revanche, entremêle monnaie et dette d'une manière complexe et sans équivalent historique. La monnaie y existe bien comme monnaie de paiement, sous forme d'unités socialement concrètes (localisées dans l'espace juridique comme des actifs inclus dans le patrimoine de tel ou tel individu, et transférables de l'un à l'autre comme un véritable objet) ; mais elle n'a pas d'incarnation matérielle (la masse monétaire n'existant pour l'essentiel que sous sa forme scripturale par la tenue centralisée des comptes du système bancaire), et, surtout, chaque unité est à l'origine mise en circulation par des prêts (puisque créée à l'occasion du crédit bancaire ou de la monétisation de l'achat des créances par les banques). Les crédits font les dépôts : c'est ce dernier point qui peut selon nous être conceptualisé sans ambiguïté sous le terme d' « endogénéité ». Avec une telle définition, la monnaie ne saurait être considérée comme endogène par nature et de manière transhistorique, mais seulement par accident et sous sa forme actuelle.

Toutefois, même dans les systèmes de paiement modernes, l'endogénéité de la monnaie ne garantit pas l'ajustement spontané des émissions aux besoins de l'économie, c'est-à-dire aux conditions de la stabilité des prix, de la croissance, ou plus encore du plein-emploi. Pour éviter de céder à la tentation fonctionnaliste, consistant à supposer que les agents se comportent spontanément de manière conforme aux conditions de reproduction de l'ordre social, nous avons adopté l'approche régulationniste. Ce cadre conceptuel nous a permis d'esquisser une rapide histoire de la monnaie et du crédit au XX^e siècle, pour analyser les crises et les modes de régulation de l'argent-dette, dont les contradictions nous semblent traditionnellement sous-estimées dans le champ disciplinaire, davantage préoccupé par les questions financières, la répartition de la valeur-ajoutée, l'ouverture ou la modération des échanges internationaux, le degré de monopolisation des marchés ou encore les formes de contrôle de l'Etat sur l'économie. La monnaie endogène apparaît pourtant comme un facteur majeur d'instabilité – illustrée par le cas de la France des années 1920 aussi bien que par la crise de 1929. La relative stabilité des Trente Glorieuses repose non pas

sur une autorégulation de la création monétaire, mais au contraire sur un ensemble de dispositifs institutionnels reflétant des compromis sociaux provisoires.

Dans le cas français que nous avons étudié, il est clair qu'une régulation exogène joue un rôle déterminant au cours des Trente Glorieuses, la monnaie étant largement créée par la puissance publique et pour la puissance publique, la part relevant du secteur privé étant en outre soumise à de rigoureux contrôles quantitatifs en cas de besoin. On peut parler d'une véritable tutelle publique sur la création monétaire, favorisant la stabilité d'une croissance de plein-emploi modérément inflationniste, mais sans que les institutions fondamentales de l'argent-dette ne soient démantelées au profit d'une monnaie véritablement exogène comme le proposait Irving Fisher en 1935 dans *100% Money*. La tutelle publique décroît d'ailleurs au cours de la deuxième moitié des Trente Glorieuses, et le modèle entre en crise dans les années 1970 sous la forme d'une poussée inflationniste que ne cassera qu'une hausse brutale des taux d'intérêts, fragilisant des entreprises lourdement endettées. Après quelques flottements institutionnels (comme le renforcement du contrôle du crédit), l'ère néolibérale s'ouvre par le démantèlement des dispositifs de tutelle publique mis en place après-guerre. Un nouveau mode de régulation permet toutefois de maintenir une relative stabilité de l'ordre monétaire.

La demande de monnaie est entretenue par un essor constant du fardeau de la dette, tant en ce qui concerne l'endettement public (construit par deux mécanismes principaux : les baisses d'impôts récurrentes et la mise en marché de la dette publique) que l'endettement privé (stimulé par la stagnation du revenu des ménages et la financiarisation des entreprises). La contrainte de solvabilité des agents est cependant sans cesse repoussée par la baisse des taux d'intérêt, que nous analysons non pas comme le retour d'une politique favorable aux débiteurs, mais comme la condition du sauvetage perpétuel des créanciers dont la fortune dépend de la solvabilité des débiteurs. Le risque de surémission à effet inflationniste est évité par divers facteurs pesant sur la demande globale en régime néolibéral (à commencer par la mondialisation de la concurrence), mais l'essor du crédit se traduit par la hausse du prix des actifs sur les marchés financiers ou financiarisés (immobiliers, matières premières, diplômes

universitaires...), dans des bulles spéculatives que les produits dérivés contribuent à alimenter jusqu'à la crise de 2007. Déployées pour éviter les taux de refinancement négatifs (qui remettraient en cause l'encastrement de la monnaie dans la dette en rendant l'argent partiellement gratuit), les politiques monétaires non-conventionnelles rompent dès lors avec toutes les normes antérieures pour porter à bout de bras une économie qui semble pourtant sans cesse au bord de la spirale déflationniste, alimentant des marchés financiers régis par une logique de plus en plus spéculative, incapables de faire émerger des conventions sur l'avenir susceptibles de restaurer la confiance.

Rompre avec le mode d'émission endogène de la monnaie apparaît dès lors comme un moyen d'enjamber la contrainte de solvabilité des agents, dont la dette atteint des records historiques, et de réorienter l'injection de liquidités vers les activités productives nécessaires aux objectifs sociaux que la crise rend urgent de satisfaire (plein-emploi, transition écologique, réarmement des services publics, etc.). La vivacité des débats que de telles mesures suscitent révèle cependant la puissance des intérêts qui s'affrontent et qui rendent l'issue de la crise très incertaine.

Bibliographie

ACKERMAN Bruce et ALSTOTT Anne, *The Stakeholder Society*, New Haven, Yale University Press, 2008 (1999)

ADRIAN Tobias et NATALUCCI Fabio, « Weak spots in global financial system could amplify shocks », IMF Blog, 10 avril 2019

AGARWAL Sumit, AMROMIN Gene, BEN-DAVID Itzhak, CHOMSISENGPHET Souphala, PISKORSKI Tomasz et SERU Amit, « Policy intervention in debt renegotiation: Evidence from the Home Affordable Modification Program », *Journal of Political Economy*, 2017, vol. 125, n° 3, p. 654 à 712

AGLIETTA Michel et ORLEAN André, *La violence de la monnaie*, Paris, PUF, 1982

AGLIETTA Michel et ORLEAN André (dir.), *Souveraineté, légitimité de la monnaie*, Paris, Association d'Economie Financière / Centre de Recherches Epistémologiques Appliquées, 1995

AGLIETTA Michel et ORLEAN André (dir.), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998

AGLIETTA Michel et ORLEAN André, *La monnaie : entre violence et confiance*, Paris Odile Jacob, 2002

AGLIETTA Michel, en collaboration avec OULD AHMED Pepita et PONSOT Jean-François, *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, Paris, Odile Jacob, 2016

AGLIETTA Michel, « Cycles financiers en zone euro. Une hétérogénéité forte », in BENSIDOUN Isabelle et COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel (dir.), *Carnets graphiques*, Paris, CEPII, 2018

AGLIETTA Michel, *Capitalisme. Le temps des ruptures*, Paris, Odile Jacob, 2019

ALLAIS Maurice, « Les conditions de l'expansion dans la stabilité sur le plan national », *Revue d'économie politique*, janvier-février 1967

ARCHER David et MOSER-BOEHM Paul, « Central bank finances », *BIS Papers*, n° 71, avril 2013

ARESTIS Philip et HOWELLS Peter, « The "great inflation", 1520–1640: early views on endogenous money », in Philip Arestis, Meghnad Desai and Sheila C. Dow (eds), *Money, Macroeconomics and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick*, Londres et New York, Routledge, 2002, vol. I, p. 4 à 13

ARROW Kenneth et DEBREU Gerard, « Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy », *Econometrica*, 1954, vol. 22, p. 265 à 290

ASSELAIN Jean-Charles, BLANCHETON Bertrand, BORDES Christian et SENEGAS Marc-Alexandre, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* : les enseignements de la FTPL », *Actes du colloque « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie »*, Poitiers, 2001

ASSELAIN Jean-Charles, BLANCHETON Bertrand, BORDES Christian et SENEGAS Marc-Alexandre, « Dette, circulation et crise du franc de 1924-1926 : le tournant du scandale des faux bilans de la Banque de France », *Economies et Sociétés*, série AF, n° 27, 2000, p. 115 à 161

ASSELAIN Jean-Charles, BLANCHETON Bertrand, BORDES Christian et SENEGAS Marc-Alexandre, « L'inflation française de 1922-1926 : les enseignements de la FTPL en perspective historique », *Economies et Sociétés*, série Monnaie, n° 2, 2002, p. 305 à 325

BARTLETT Bruce, « "Starve the Beast": Origins and Development of a Budgetary Metaphor », *The Independent Review*, vol. 12, n° 1, été 2007, p. 5 à 26

BEBBINGTON Paul, BRUGHA Traolach S., JENKINS Rachel, MCMANUS Sally, MELTZER Howard et DENNIS Michael S., « Personal debt and suicidal ideation », *Psychological Medicine*, vol. 41, n° 4, avril 2011, p. 771 à 78

BENEŠ Jaromír et KUMHOF Michael, « The Chicago plan revisited », *IMF Working Paper*, n° 12/202, août 2012

BENETTI Carlo et CARTELIER Jean, *Marchands, salariat et capitalistes*, Paris, François Maspéro, 1980

BENETTI Carlo, « Premières formulations du problème de la valeur de la monnaie : F. Galiani et A. Smith », *Cahiers d'Économie Politique*, 1991, n° 19, p. 105 à 118

BERGER Suzanne, *Notre première mondialisation*, Paris, Seuil et La République des Idées, 2003

BERNANKE Ben S., « Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression », *The American Economic Review*, vol. 73, n° 3, 1983, p. 257 à 276

BERNANKE Ben S. et GERTLER Mark, « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *The American Economic Review*, 1989, vol. 79, n° 1, p. 14 à 31

BERNANKE Ben S., *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2005

BERR Eric, MONVOISIN Virginie et PONSOT Jean-François (dir.), *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018

BIGNON V. et COMPAIN C., « Les développements récents des modèles de prospection monétaire (monnaie et formalisations des transactions) », *Revue d'économie politique*, vol. 111, n° 3, 2001, p. 347 à 376

BLANCHARD Olivier, DELL'ARICCIA Giovanni et MAURO Paolo, « Rethinking macroeconomic policy », *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, 12 février 2010

BLANCHETON Bertrand, *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Albin Michel, 2001

BLANCHETON Bertrand, « Les faux bilans de la Banque de France dans les années 1920 », in Jean-Guy Degos (dir.) *L'entreprise, le chiffre et le droit. Itinéraires parallèles, itinéraires croisés, Actes des XI^e JHCM* (Journées d'histoire de la comptabilité et du management, Bordeaux, 17-18 mars 2005), Université Montesquieu-Bordeaux IV, CRECCI-IAE (Centre de recherche en contrôle et comptabilité internationale - Institut d'Administration des Entreprises), 2005, p. 73 à 89

BLOCH Marc, *La société féodale*, Paris, Albin Michel, 1994 (1939)

BLOT Christophe, CREEL Jérôme et TIMBEAU, Xavier, « L'austérité maniaco-dépressive, parlons-en! », *Blog de l'OFCE*, 2014, vol. 5

BORDO Michael D., EICHENGREEN Barry et IRWIN Douglas A., « Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper n° 7195*, juin 1999

BOURDIN Joël, *L'Economie française et les finances publiques à l'horizon 2013 : les défis d'une nouvelle croissance économique*, Rapport d'information de la Délégation du Sénat pour la Planification, publié en Annexe au procès-verbal de la séance du 12 novembre 2008 du Sénat

BOUSSEYROL Marc, « John Maynard Keynes, le père de la macroéconomie moderne », in BERR Eric, MONVOISIN Virginie et PONSOT Jean-François, *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, p. 15 à 34

BOUVET Patrice, « Les théoriciens contemporains de la monnaie endogène : consensus et désaccords », *L'Actualité économique*, vol. 72, n° 4, 1996, p. 451 à 470

BOYER Robert, *La théorie de la régulation. Une analyse critique*, Paris, La Découverte, 1986

BOYER Robert, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 2, 1988, p. 143 à 178

BOYER Robert et SAILLARD Yves (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 2002

BOYER Robert, « Avant-propos à la seconde édition », in BOYER Robert et SAILLARD Yves (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs, op. cit.*, p. 5 à 17

BOYER Robert, « Aux origines de la théorie de la régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs, op. cit.*, Chapitre I, p. 21 à 30

BOYER Robert et SAILLARD Yves, « Un précis de régulation », in BOYER Robert et SAILLARD Yves (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs, op. cit.*, Chapitre V, p. 58 à 68, p. 58-59

BOYER Robert, « Bruno Théret (Dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Éditions de l'EHESS, Paris, 2008 », *Revue de la régulation*, vol. 3, n°4, 2^e semestre/automne 2008

BOYER Robert, « Post-keynésiens et régulationnistes : une alternative à la crise de l'économie standard ? », *Revue de la régulation*, n° 10, 2^e semestre/automne 2011

BRAUDEL Fernand, *La Dynamique du capitalisme*, Paris, Flammarion, 2008 (1985)

BRUNHOFF Suzanne de, *La monnaie chez Marx*, Paris, Editions sociales, 1967

BUCHANAN James M. et TULLOCK Gordon, *The Calculus of Consent*, Ann Arbor, University of Michigan Press, 1962

CABALLERO Ricardo J., FARHI Emmanuel et GOURINCHAS Pierre-Olivier, « An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates », *American Economic Review*, 2008, vol. 98, n° 1, p. 358 à 393

CAILLOUX Jacques, LANDIER Augustin et PLANTIN Guillaume, « Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées », *Notes du Conseil d'analyse économique*, 2014, n° 8, p. 1 à 12

CAMARA-NETO Alcino et VERNENGO Matias, « The German balance of payment school and the Latin American neo-structuralists », in ROCHON L.-P. et VERNENGO M. (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham et Northampton, Edward Elgar, 2001, p. 143 à 159

CAPELLE-BLANCARD Gunther, « À quoi servent les (centaines de milliers de milliards de) transactions boursières ? », *Revue d'économie financière*, n° 3, 2017, p. 37 à 58

CARRE Guillaume, « Stratagèmes monétaires : les crises du numéraire en métal précieux dans le Japon du XVIII^e siècle », in THERET Bruno, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1 *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, EHESS, 2007, p. 233 à 264

CARTELIER Jean, *La Monnaie*, Paris, Flammarion, 1996

CHARLES Sébastien et JONATHAN Marie, « L'inflation comme rapport social », in BERR Eric, MONVOISIN Virginie et PONSOT Jean-François, *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, Chapitre X, p. 184 à 200

CHARTRES Jacques-André, « Le changement de modes de régulations. Apports et limites de la formalisation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs, op. cit.*, Chapitre XXVII, p. 273 à 281

CHELINI Michel-Pierre, *Inflation, État et opinion en France de 1944 à 1952*, Paris, IGPDE-CHEFF, 1998

CHESNAIS François, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, Paris, Raisons d'agir, 2011

CHICK Victoria, « The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest », *Économies et Sociétés* (« Série Monnaie et Production », 3), 1986, vol. 20, n°8-9, p. 111 à 126, réédité dans P. Arestis and S.C. Dow (eds), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays of Victoria Chick*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 1992, p. 193 à 205

CLOWER Robert W., « A reconsideration of the micro-foundations of monetary theory » (*Western Economic Journal*, 1967, vol. 6, n° 1, p. 1 à 9), réédité dans CLOWER Robert W. (dir.), *Monetary theory. Selected readings*, Londres, Penguin books, 1969, p. 202 à 211

COLANDER David, « Was Keynes a Keynesian or a Lernerian ? », *Journal of Economic Literature*, vol. 22, décembre 1984, p. 1571 à 1579

COMBEMALE Pascal, *Introduction à Keynes*, Paris, La Découverte, 2010

COMMISSION POUR LA VÉRITÉ SUR LA DETTE PUBLIQUE GRECQUE, *La vérité sur la dette grecque*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2015

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et Salim Dehmej, « Pour une combinaison politique monétaire/politique macroprudentielle au service de la stabilité économique et financière de la zone euro », *Revue d'économie politique*, 2016, vol. 126, n° 1, p. 3 à 31

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, « Réduire les divergences de la zone euro en régulant les cycles financiers », *La Lettre du CEPII*, n° 382, novembre 2017

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et TRIPIER Fabien, « VI. Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ? », CEPII éd., *L'économie mondiale 2020*, Paris, La Découverte, 2019, p. 89 à 103

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel (dir.), « Un « drone monétaire » pour remettre la politique monétaire au service de tous », Rapport pour l'Institut Veblen, janvier 2020

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel « La "monnaie hélicoptère" contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire », Note pour Institut Veblen, 17 avril 2020 (<https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>, consulté le 30/08/2020).

COURBIS Bernard, FROMENT Eric et SERVET Jean-Michel, « Enrichir l'économie politique de la monnaie par l'histoire », *Revue économique*, n°2, mars 1991, p. 315 à 338

DAUMAS François, « La valeur de l'or dans la pensée égyptienne », *Revue de l'histoire des religions*, 1956, vol. 149, n° 1, p. 1 à 17

DAVIDSON Paul, *Money and the Real World*, New York, John Wiley & Sons, 1972

DAVIDSON Paul et WEINTRAUB Sidney, « Money as cause and effect », *Economic Journal*, 1973, vol. 83, n° 332, p. 1117 à 1132

DESMEDT Ludovic, « Les fondements monétaires de la "révolution financière" anglaise : le tournant de 1696 », in THERET Bruno, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1 *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, EHESS, 2007, p. 311 à 338

DESMEDT Ludovic et LAKOMSKI-LAGUERRE Odile, « L'alternative monétaire Bitcoin : une perspective institutionnaliste », *Revue de la régulation*, n° 18, 2^e semestre / Automne 2015

DIAMOND D.W. et DYBVIK P.H., « Bank runs, deposit insurance, and liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, 1983, p. 401 à 419

DOCKES Pierre, *Le capitalisme et ses rythmes, quatre siècles en perspective*, Paris, Garnier, 2017 et 2019

DOW Sheila, « Money supply endogeneity », *Économie Appliquée*, 1988, vol. 41, n° 1, p. 19 à 39

DREES, « L'activité des hôpitaux en 1997 et 1998 », *Etudes et résultats*, n° 24, juillet 1999, et *Les établissements de santé*, rapport 2019

DUFRENE Nicolas et GRANDJEAN Alain, *Une monnaie écologique*, Paris, Odile Jacob, 2020

DUFRENE Nicolas, GRANDJEAN Alain et GIRAUD Gaël, « Réponse aux critiques de Henri Sterdyniak sur le livre La Monnaie Ecologique », 24 novembre 2020

DURKHEIM Emile, *Les formes élémentaires de la vie religieuses : le système totémique en Australie*, Paris, CNRS, 2014 (1912)

EICHNER Alfred, *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Armonk, M.E. Sharpe, 1987

ELLIOTT Peter, RICHARDSON Thomas et ROBERTS Ronald, « The relationship between personal unsecured debt and mental and physical health: A systematic review and meta-analysis », *Clinical Psychology Review*, vol. 33, n° 8, décembre 2013, p. 1148 à 1162

FISHER Irving, *Appreciation and Interest: A Study of the Influence of Monetary Appreciation and Depreciation on the Rate of Interest with Applications to the Bimetallic Controversy and the Theory of Interest*, *Publications of the American Economic Association*, New York, Macmillan, 1896, vol. 11, n° 4, p. 8-9 et p. 331 à 442

FISHER Irving, *The Rate of Interest*, New York, Macmillan, 1907

FISHER Irving, *The Purchasing Power of Money : Its' Determination and Relation to Credit Interest And Crises*, New York, Macmillan, 1911

FISHER Irving, « Our unstable dollar and the so-called business cycle », *Journal of the American Statistical Association*, 1925, vol. 20, n° 150, p. 179 à 202

FISHER Irving, « I discovered the Phillips Curve: A statistical relation between unemployment and prices changes » (1926), *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 81, n° 2, Part 1, p. 496 à 502

FISHER Irving, *The Theory of Interest*, New York, MacMillan, 1930

FISHER Irving, *Booms and depressions: some first principles*, New York, Adelphi, 1932

FISHER Irving, « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation » (« The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, 1933), in *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, 1988, p. 159-182

FISHER Irving, *100 % Monnaie*, André Tiran et Marc Laudet (éd.), Paris, Classiques Garnier, 2019 (1935), éd. ang. : *100% Money* (1935), in BARBER William Joseph (ed.), DIMAND Robert W. et FOSTER Kevin (ass. ed.), TOBIN James (ed. consultant), *The Works of Irving Fisher*, vol. 11, Londres, Pickering & Chatto, 1996

FLECK Ludwik, *Genèse et développement d'un fait scientifique*, Paris, Flammarion, 2008 (1934)

FLECK Susan, GLASER John et SPRAGUE Shawn, « The compensation-productivity gap: a visual essay », *Monthly Labor Review* (revue du *Bureau of Labor Statistics*, Département du Travail des États-Unis), janvier 2011, p. 57 à 69

FRIEDMAN Milton, *A Program for Monetary Stability*, New-York, Fordham University Press, 1959

FRIEDMAN Milton et SCHWARTZ Anna J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 1963

FRIEDMAN Milton et SCHWARTZ Anna J., *The Great Contraction, 1929–1933*, Princeton, Princeton University Press, 2008 (1963)

FRIOT Bernard, *Emanciper le travail. Entretiens avec Patrick Zech*, Paris, La Disputre/Snédit, 2014

FRIOT Bernard et Denis Baba, *Abolir la dette : Travailler sans crédit*, Atelier de création libertaire, 2019

GAYRAUD Jean-François, *L'art de la guerre financière*, Paris, Odile Jacob, 2016

GENEREUX Jacques, « *La dette, le boom, la crise* (Vivien Lévy-Garboua, Gérard Maarek) », *Revue française d'économie*, vol. 1, n° 2, 1986, p. 190 à 193

GIRAUD Gaël, « Vers le "krach" des dettes publiques », *Revue Projet*, 2011, vol. 4, n° 323, p. 79 à 86

GIRAUD Gaël, « Crise de l'euro : qui va payer ? », *Revue Projet*, 2012, vol. 5, n° 330, p. 79 à 87

GIRAUD Gaël, « Le projet Moscovici enterre la séparation des banques », *Revue Projet*, 21 avril 2013

GIRAUD Gaël, *Illusion financière*, Ivry-sur-Seine, Editions de l'Atelier, 2015

GIRAUD Gaël, DUFRENE Nicolas et GILBERT Pierre, « Comment financer une politique ambitieuse de reconstruction écologique ? », Note pour l'Institut Rousseau, 25/02/2020

GRAEBER David, *Dettes. 5 000 ans d'histoire* (2011), Paris, Les Liens qui Libèrent, 2013

GRAZIANI Augusto, *The Monetary Theory of Production*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003

GUERRIEN Bernard, « Deux lectures revigorantes : *La pensée monétaire* et *La pensée économique de Keynes* de Frédéric Poulon », *Revue de la régulation*, vol. 21, 1^{er} semestre 2017

GUILLAUMONT-JEANNENEY Sylviane, *Politique monétaire et croissance économique en France, 1950-1966*, Paris, Armand Collin, 1969

GUILLEMINAULT Gilbert et SINGER-LECOQ Yvonne, « Le mirage des emprunts russes », in GUILLEMINAULT Gilbert (dir.), *Le roman vrai de la III^e et de la IV^e République. Première partie, 1870-1918*, Paris, Robert Laffont, 1991

GUNNELL David, HOLLINGWORTH William, JARVIK Jeffrey G., KIDGER Judi et OVERSTREET Karen A., « The association between bankruptcy and hospital-presenting

attempted suicide: a record linkage study », *Suicide and Life-Threatening Behavior*, vol. 41, n° 6, décembre 2011, p. 676 à 684

GUTTMANN Robert, « The regime of credit-money and its current transition », *Économies et Sociétés* (« Série Monnaie et Production », 7), 1990, vol. 24, n° 6, p. 81 à 105

GYLFASSON Thorvaldur, TÓMASSON Helgi et ZOEGA Gylfi, « Around the World with Irving Fisher », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 36, avril 2016, p. 232 à 243

HAHN Franck, « On Some Problems of Proving the Existence of an Equilibrium in a Monetary Economy », in *Equilibrium and Macroeconomics*, Oxford, Basil Blackwell, 1984

HALPERIN Jean, « Les transformations économiques aux XII^e et XIII^e siècles », *Revue d'histoire économique et sociale*, vol. 28, n° 2, 1950, p. 129 à 147

HECTOR Cary, « Crise économique, classe ouvrière et système de domination au Mexique (1983-1987) », *Cahiers de recherche sociologique*, vol. 6, n° 1, printemps 1988

HEINSOHN et STEIGER, « The Veil of Barter: The Solution to "The Task of Obtaining Representations of an Economy in which Money is Essential" », in KREGEL J.A. (eds), *Inflation and Income Distribution in Capitalist Crisis*, London, Palgrave Macmillan, 1989

HELLMAN Thomas F., MURDOCK Kevin C. et STIGLITZ Joseph E., « Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough ? », *American economic review*, 2000, vol. 90, n° 1, p. 147 à 165

HERNDON Thomas, ASH Michael et POLLIN Robert, « Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff », *Cambridge journal of economics*, 2014, vol. 38, n° 2, p. 257 à 279

HERRENSCHMIDT Clarisse, « Écriture, monnaie, réseaux. Inventions des Anciens, inventions des Modernes », in : *Le Débat*, vol. 4, n° 106, septembre – octobre 1999, Gallimard, p. 17 à 36

HERZOG Philippe, *La France peut se ressaisir*, Paris, Éditions Sociales, 1987

HICKS John R., *Value and Capital*, Londres, Oxford At the Clarendon Press, 1939

HIILAMO Heikki et TURUNEN Elina, « Health effects of indebtedness: a systematic review », *BMC Public Health*, 22 mai 2014

HOLLAND Dawn et PORTES Jonathan, « Self-defeating austerity? », *National institute economic review*, 2012, vol. 222, n° 1, p. F4-F10

HUSSON Michel, « Le partage de la valeur ajoutée en Europe », *La Revue de l'Ires*, vol. 1, n° 64, 2010, p. 47 à 91

HUSSON Michel, « Les salaires et la crise en Europe », *Colloque Econosphères «La distribution des richesses. Quelle part au salaire ? »*, Bruxelles, 5 octobre 2012

HUSSON Michel, avec FRANCHET Pascal, JOUMARD Robert, NGO Evelyne, SAURIN Patrick et STERDYNIK Henri, *Que faire de la dette ? Un audit de la dette publique de la France*, rapport du Collectif pour un Audit citoyen de la dette publique, 2014

JONES Robert A., « The origin and development of media of exchange », *Journal of Political Economy*, vol. 84, n° 4, 1976, p. 757 à 775

JORDÀ Òscar, SCHULARICK Moritz et TAYLOR Alan M., « Sovereigns versus Banks: Crises, Causes and Consequences », CEPR Discussion Paper 9678, 2013

JORION Paul, *Le Capitalisme à l'agonie*, Paris, Fayard, 2011

KALDOR Nicholas, *The Scourge of Monetarism*, Oxford, Oxford University Press, 1982, tr. fr. *Le Fléau du monétarisme*, Paris, Economica, 1985

KEEN Steve, *L'Imposture économique*, Ivry-sur-Seine, Editions de l'Atelier / Editions ouvrières, 2014 (2011)

KEYNES John Maynard, « The Economic Consequences of Mr Churchill » (1925), in *Essays in persuasion*, Londres, Palgrave Macmillan, 2010, p. 207 à 230

KEYNES John Maynard, *A Treatise on Money: The Applied Theory of Money* (1930), reproduit dans *The collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978

KEYNES John Maynard, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 2005 (*General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, Atlantic Publishers & Dist, 1936)

KIYOTAKI Nabuhiro et WRIGHT Randall, « On money as a medium of exchange », *Journal of Political Economy*, vol. 97, n° 4, 1989, p. 927 à 954

KIYOTAKI Nabuhiro et MOORE John, « Credit Cycles », *Journal of Political Economy*, 1997, vol. 105, n° 2, p. 211 à 248

KNAPP Georg Friedrich, *Staatliche Theorie des Geldes*, Leipzig, Duncker und Humblot, 1905 ; trad. ang. : *The State Theory of Money*, Londres, Simon Publications, 2003

KREMP Élizabeth et SEVESTRE Patrick, « Le crédit bancaire aux PME en France : d'abord la persistance d'une faible demande », in *Les Entreprises en France*, Paris, INSEE Références, 2014

KYDLAND Finn E. et PRESCOTT Edward C., « Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans », *Journal of political economy*, 1977, vol. 85, n° 3, p. 473 à 491

LAMOUREUX Christian, « Bureaucratie et monnaie dans la Chine du XI^e siècle : les désordres monétaires au Shaanxi », in THERET Bruno, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1 *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, EHESS, 2007, p. 171 à 204

LAVOIE Marc, « The endogenous flow of credit and the post Keynesian theory of money », *Journal of Economic Issues*, vol. 18, n° 3, 1984, p. 771 à 797

LAVOIE Marc, « Monetary policy in an economy with endogenous credit money », in DELEPLACE G. et NELL E.J. (eds), *Money in Motion: the Post-Keynesian and Circulation Approaches*, Basingstoke and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 1996, p. 532 à 545

LAVOIE Marc, *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar, 2014

LE CACHEUX Jacques, « Dette publique, dépression et croissance en France, 1871-1914 », *working paper* OFCE, mars 2015

LEFILLIATRE Dominique et RHEIN Lionel, « Les entreprises en France en 2012 : dégradation des performances mais consolidation des équilibres financiers », *Bulletin de la Banque de France*, n° 194, 4^e trimestre 2013, p. 23 à 54

LEHMANN Paul-Jacques, *Le système des réserves obligatoires et le contrôle de la masse monétaire*, Rouen, Presses universitaires de Rouen et du Havre, 1979, p. 281

LE MAUX Laurent et SCIALOM Laurence, « Antagonismes monétaires et constitution d'une banque centrale aux États-Unis (1865-1935) », in THERET Bruno, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1 *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, EHESS, 2007, p. 339 à 368

LEMOINE Benjamin, *L'Ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'Etat et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte, 2016

LERNER Abba Ptachya, « Functional finance and the federal debt », *Social research*, vol. 10, n° 1, février 1943, p. 38 à 51

LERNER Abba Ptachya, « Money as a Creature of the State », *American Economic Review*, vol. 37, mai 1947, p. 312 à 317

LERNER Abba Ptachya, *Economics of employment*, New York, McGraw Hill, 1951

LEVY-GARBOUA Vivien et MAAREK Gérard, *La dette, le boom, la crise*, Paris, Atlas Economica, 1985

LEVY-GARBOUA Vivien et MONNET Éric, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », *Revue d'économie financière*, 2016, vol. 1, n° 121, p. 35 à 58

LEVY-GARBOUA Vivien, *Le monde à taux zéro. Voyage au bout de l'économie*, Paris, PUF, 2017

LINDSEY David E., ORPHANIDES Athanasios et RASCHE Robert H., « The reform of October 1979: how it happened and why », *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, vol. 95, n° 6, 2013, p. 487 à 542 (article initialement publié en 2005, vol. 87, n° 2)

LORDON Frédéric et ORLEAN André, « Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* », in CITTON Yves et LORDON Frédéric (dir.), *Spinoza et les sciences sociales. De la puissance de la multitude à l'économie des affects*, Paris, Éditions Amsterdam, 2008, p. 127 à 170

LORDON Frédéric, « La liquidité, le fantasme du désir-maître capitaliste », in LORDON Frédéric (dir.), *Capitalisme, désir et servitude. Marx et Spinoza*, Paris, La Fabrique Editions, 2010, p. 63 à 66

LORDON Frédéric, *La Société des affects. Pour un structuralisme des passions*, Paris, Seuil, 2013

LORDON Frédéric, *On achève bien les Grecs. Chroniques de l'euro 2015*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2015

MARGAIRAZ Michel, « La reconstruction matérielle : crise, infléchissement ou ajustement ? », in BERSTEIN Serge et MILZA Pierre (dir.), *L'Année 1947*, Paris, Presse de Science Po, 1999, p. 17 à 44

MARX Karl, *Grundrisse*, volume II, éditions sociales, 1980 (1857)

MARX Karl, *Le Capital*, Livre I, Paris, Gallimard, 2010 (1968) (1867)

MASSONNET Jonathan, « Réflexions sur la nature médiatrice de la monnaie », *Revue Interventions économiques*, n° 59, 1 janvier 2018

MAUSS Marcel, « Les origines de la notion de monnaie » (1914), *Œuvres*, 2. *Représentations collectives et diversité des civilisations*, Paris, Les Éditions de Minuit, 1969, p. 106 à 112

MAUSS Marcel, *Essai sur le don. Forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques* (1923-1924), Paris, PUF, 2007

McLEAY M., RADIA A. et THOMAS R., « Money creation in the modern economy », *Bank of England Bulletin*, Q1, p. 14 à 27

MENGER Carl, « On the origin of money », *Economic Journal*, n° 2, 1892, p. 239 à 255

MERTENS Jacques E., *La naissance et le développement de l'étalon-or, 1696-1922*, Paris, PUF, 1944

MEYER Laurence H. et MINSKY Hyman P., « The Financial Instability Hypothesis, Disaggregated Finance and the Structure of Econometric Models », *Hyman P. Minsky Archives, Paper 21*, 1972

MINSKY Hyman P., « Monetary Systems and Accelerator Models », *The American Economic Review*, 1957, vol. 47, n° 6, p. 860 à 883

MINSKY Hyman P., *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975

MINSKY Hyman P., « The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory » », *Challenges*, 1977, vol. 20, n° 1, p. 20 à 27

MINSKY Hyman P., « Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1982, vol. 143, p. 377 à 393

MINSKY Hyman P., *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw-Hill, 2008 (1986)

MINSKY Hyman P., « The endogeneity of money », in NELL E.J. and SEMMLER W. (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*, New York, St. Martin's Press, 1991, p. 207 à 220

MISHKIN Frederic S., « Is the Fisher effect for real? A reexamination of the relationship between inflation and interest rates », *Journal of Monetary Economics*, 1992, p. 195 à 215

MONNET Éric, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse de doctorat EHESS et École d'économie de Paris, 2012

MONNET Éric, « La politique monétaire française des Trente Glorieuses », *Revue d'économie financière*, 2016, vol. 1, n° 121, p. 285 à 290

MONTGOLFIER Albéric de (Sénateur et Rapporteur général) au nom de la commission des finances du Sénat, *Rapport d'information sur les évolutions, les perspectives et la gestion de la dette publique de la France*, n° 566, 31 mai 2017

MONVOISIN Virginie et ROCHON Louis-Philippe, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », in BERR Eric, MONVOISIN Virginie et PONSOT Jean-

François (dir.), *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, p. 165 à 181

MOORE Basil J., *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988

MOORE Basil J., « The money supply process: a historical reinterpretation », in DELEPLACE G. et NELL E.J. (eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 1996, p. 89 à 101

MOULIER-BOUTANG Yann, « La dette, la vie et la mauvaise économie. Éloge intempestif de la dette », *Multitudes*, vol. 48, n° 1, 2012, p. 149 à 157

NAULOT Jean-Michel, *Eviter l'effondrement*, Paris, Seuil, 2017

NERSISYAN Yeva S. et WRAY Larry Randall, « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, 2011, vol. 1, n° 116, p. 173 à 190

NIGGLE Christopher, « The endogenous money supply theory: an institutionalist appraisal », *Journal of Economic Issues*, 1991, vol. 25, n° 1, p. 137 à 151

NORDHAUS William D., « The political Business Cycle », *The Review of economic studies*, 1975, vol. 42, n° 2, p. 169 à 190

ORLEAN André (éd.), *L'Économie des conventions*, Paris, PUF, 1994

ORLEAN André, « La monnaie autoréférentielle », in Michel Aglietta et André Orléan (dir.), *La Monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998

ORLEAN André, *L'Empire de la valeur*, Paris, Seuil, 2011

ORLEAN André, « Au fondement des économies de marché, le pouvoir de l'argent : éléments pour une économie politique renouvelée », in FOUCAULD Jean-Baptiste de (éd.), *Peut-on apprivoiser l'argent aujourd'hui ?*, Paris, Hermann, 2016, p. 121 à 135

PALLEY Thomas I., « Accommodationism, Structuralism, and Superstructuralism », *Journal of Postkeynesian Economics*, 1998, vol. 21, n° 1, p. 171 à 173

PATINKIN Don, *La monnaie, l'intérêt et les prix*, Paris, PUF, 1972 (1955)

PATINKIN Don, « Irving Fisher and his compensated dollar plan », Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 79, n° 3, 1993, p. 1 à 34

PERROY Edouard, « A l'origine d'une économie contractée : les crises du XIV^e siècle », *Annales*, vol. 4, 1949, p. 167 à 182

PIKETTY Thomas, *Le Capital au XXI^e siècle*, Paris, Seuil, 2013

- PIKETTY Thomas, *Capital et Idéologie*, Paris, Seuil, 2019
- PLANE Mathieu et PUJALS Georges, « Les banques dans la crise », *Revue de l'OFCE*, vol. 110, n° 3, 2009, p. 179 à 219
- PLIHON Dominique, « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993). Une analyse à partir des comptes de bilan et de résultats des banques AFB », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre 1995, p. 131 à 159
- PLIHON Dominique, *La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, 2013 (2000)
- POLANYI Karl, *La Grande Transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps* (1944), Paris, Gallimard, 2019 (1983)
- POULON Frédéric, *Économie générale*, Paris, Dunod, 2008
- POULON Frédéric, *La pensée monétaire*, Paris, Dunod, 2016
- POULON Frédéric, « Le circuit keynésien : *unde, ubi et quo* », in BERR Eric, MONVOISIN Virginie, PONSOT Jean-François, *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, p. 127 à 144
- POUPEAU Franck, « La guerre de l'eau. Cochabamba, Bolivie, 1999-2001 », *Agone*, 2002, n° 26-27, p. 133 à 140
- RAILLON, J., « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », *Etudes et conjoncture - Institut national de la statistique et des études économiques*, n° 6, 1956 (11^e année), p. 495 à 517
- RAJAN Raghuram G. et ZINGALES Luigi, « The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 69, n° 1, p. 5 à 50
- REINHART Carmen M. et ROGOFF Kenneth S., *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press, 2009
- REINHART Carmen M. et ROGOFF Kenneth S., « Growth in time of debt », *American economic review*, 2010, vol. 100, n° 2, p. 573 à 578
- ROCHON Louis-Philippe, « Cambridge's Contribution to Endogenous Money: Robinson and Kahn on Credit and Money », *Review of Political Economy*, vol. 13, n°3, 2001, p. 287 à 307
- ROCHON Louis-Philippe, « Money's endogeneity, Keynes's General Theory and beyond », in CATE T. (ed.), *Keynes's General Theory: Seventy-Five Years Later*, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar, 2012, p. 293 à 305

- ROCHON Louis-Philippe et ROSSI Sergio, « Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views », *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, n°2, été 2013, p. 210 à 229
- ROLL Richard, « Interest Rates and Price Expectations During the Civil War », *Journal of Economic History*, vol. 32, n° 2, 1972, p. 476-498
- ROSPABE Philippe, *La dette de vie. Aux origines de la monnaie*, Paris, La Découverte, 1995
- SAMUELSON Paul A., « An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money », *Journal of Political Economy*, vol. 66, n° 6, 1958, p. 467 à 482
- SCHMITT Bernard, *Monnaie, salaires et profits*, Paris, PUF, 1966
- SCHMITT Bernard, *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris / Albeuve, Economica / Castella, 1984
- SCHMITT Bernard, *La France souveraine de sa monnaie*, Paris, Economica, 1984
- SCHUMPETER Joseph Aloys, *Histoire de l'analyse économique*, Paris, Gallimard, 2004 (1984)
- SCIALOM Laurence et BRIDONNEAU Baptiste, « Des annulations de dettes publiques par la BCE : lançons le débat », Note pour Terra Nova, 17 avril 2020
- SERVET Jean-Michel, « La monnaie contre l'Etat ou la fable du troc », in *Droit et monnaie. Etats et espace monétaire transnational*, Dijon, Université de Bourgogne, travaux du centre de recherche sur le droit des marchés et des investissements internationaux, vol. 14, 1988, p. 49 à 62
- SERVET Jean-Michel, « La fable du troc », in: *Dix-huitième Siècle*, n° 26, 1994, Economie et politique, p. 103 à 115
- SHULL Bernard, *The Fourth Branch: The Federal Reserve's Unlikely Rise To Power And Influence*, Santa Barbara, Praeger/Greenwood, 2005
- SINAPI Christine, PIEGAY Pierre et DESMEDT Ludovic, « L'analyse des crises : Minsky, après Fisher et Keynes », *L'Économie politique*, vol. 48, n° 4, 2010, p. 85 à 104
- SIMIAND François, « La monnaie réalité sociale », *Annales sociologiques*, série D fascicule I, 1934
- SIMMEL Georg, *Philosophie de l'argent*, Paris, PUF, 1987 (1900)

STERDYNIAC Henri et VASSEUR Christian, « Encadrement du crédit et politique monétaire », *Observations et diagnostics économiques : revue de l'OFCE*, n° 11, 1985, p. 105 à 136

STERDYNIAC Henri, « *La dette, le boom, la crise* par V. Lévy-Garboua et G. Maarek », *Revue économique*, vol. 38, n° 3, 1987, p. 735 à 751

STIGLITZ Joseph E. et WEISS Andrew M., « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, 1981, vol. 71, n° 3, p. 393 à 410

STIGLITZ Joseph E., *Le triomphe de la cupidité*, Paris, Babel, 2011 (2010)

THERET Bruno, « État, finances publiques et régulation », in BOYER Robert et SAILLARD Yves (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs, op. cit.*, 2002 p. 189 à 197

THERET Bruno, *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 1 *Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*, Paris, EHESS, 2007

THERET Bruno, « Monnaie et dettes de vie », *L'Homme*, n° 190, 2009, p. 153 à 180

TIFTIK, Emre et MAHMOOD, Khadija, « Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse », IIF, 6 avril 2020

TOBIN James, *Asset accumulation and economic activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*, Chicago, University of Chicago Press, 1980

TOBIN James, « Financial Innovation and Deregulation in Perspective », *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, vol. 3, n° 2, 1985

TODD Emmanuel, *L'illusion économique*, Paris, Gallimard, 2005

TODD Emmanuel, *Où en sommes-nous ? Une esquisse de l'Histoire humaine*, Paris, Seuil, 2017

TODD Emmanuel, *Les luttes de classes en France au XIX^e siècle*, Paris, Seuil, 2020

TURNER Adair, *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2015, trad. fr. *Reprendre le contrôle de la dette. Pour une réforme radicale du système financier*, Paris, Les Éditions de l'Atelier, 2017

VILA Adrien, *Cycles et instabilité chez I. Fisher : l'équilibre à l'épreuve de la monnaie*, thèse de doctorat, Paris Sciences et Lettres, 2018

VILLEMOT Sébastien, « Pourquoi la Grèce ne parvient-elle pas à se désendetter ? », *Blog de l'OFCE*, 23 février 2016

WICKER Elmus, *The Banking Panics in the Gilded Age*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000

WICKSELL Knut, *Interest and prices*, Londres, Macmillan, 1936 (1898)

WICKSELL Knut, *Vorlesungen über national Ökonomie* (1901), tr. *Lectures on political economy*, Londres, George Routledge & Sons, 1934-35

WRAY Larry Randall, *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot and Brookfield, Edward Elgar, 1990

WRAY Larry Randall, *Understanding Modern Money*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998

WU Jing Cynthia et XIA Fan Dora, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, 2016, vol. 48, n° 2-3, p. 253 à 291

YIXIAO Sun et PHILLIPS Peter C. B., « Understanding the Fisher Equation », *Journal of Applied Econometrics*, 2004, p. 869 à 886