

Membre de l'université Paris Lumières

Moritz Pfeifer

Money, Trust and Central Bank Communication

Textual Analysis of Central Bank Communications for Understanding the Political and Financial Implications of Monetary Trust

Thèse présentée et soutenue publiquement le 3 décembre 2021
en vue de l'obtention du doctorat de Langues et littératures germaniques et scandinaves de l'Université Paris Nanterre
sous la direction de M. Bernd Zielinski (Université Paris Nanterre)
Jury * :

Rapporteur·e :	Mme Anne Baillot	Professeure des universités, Le Mans Université
Rapporteur·e :	M Ludovic Desmedt	Professeur des universités, Université de Bourgogne
Membre du jury :	M Matthias Neuenkirch	Professeur des universités, Université de Trèves
Membre du jury :	Mme Stephanie Rohlfing-Dijoux	Professeure des universités, Université Paris Nanterre
Membre du jury :	Mme Cornelia Woll	Professeure des universités, SciencesPo Paris

* Vous pouvez rajouter ou enlever des lignes au tableau, ou modifier les fonctions (remplacer Membre du jury par Rapporteur·e par exemple).
N'oubliez pas de supprimer ces deux lignes de texte à la fin de votre rédaction.

Monnaie, confiance et communication des banques centrales

1. Introduction

Lorsqu'en 1988, le Conseil Européen a décidé d'approfondir l'intégration européenne à travers la création d'une union économique et monétaire, élaborant dans la décennie suivante les étapes qui allaient mener à la création d'une monnaie unique, presque aucun décideur n'a ressenti le besoin d'attirer l'attention sur le degré de confiance qu'une telle union impliquerait forcément. La crise financière de 2008 a cependant constitué une piqûre de rappel ; dans les discours politiques ou des banquiers centraux, il s'agissait désormais de « restaurer la confiance ».

Cette thèse s'interroge sur le rôle ainsi joué par la confiance dans la théorie monétaire ainsi que celui de la communication des banques centrales dans le maintien de la confiance en la monnaie telle qu'observée en France et en Allemagne, de la fondation de l'Union économique et monétaire jusqu'à aujourd'hui. Pour tenter d'appréhender ce concept de « confiance », le raisonnement s'appuiera aussi bien sur la littérature sociologique que sur des perspectives tirées de l'économie institutionnelle afin d'analyser les stratégies de communication des décisions allemandes, françaises et ayant trait à l'Europe en lien avec la politique monétaire dans une relation de dépendance entre marché, État et société. La thèse est divisée en deux parties ; la première partie s'intéresse au rôle que la confiance monétaire a joué dans la théorie économique, et la seconde partie offre une analyse empirique des communications des banques centrales afin d'analyser si les banquiers centraux peuvent effectivement encadrer la confiance de ceux qui sont partie prenante de leur système par le biais de leur communication.

En partie du fait de sa résistance à la quantification, le concept de confiance occupe une place incertaine dans les études scientifiques économiques et sociales de la monnaie. Cette thèse procède à une distinction entre approches théorique, politique et empirique afin de pouvoir s'y retrouver parmi le vaste débat sur la confiance monétaire. Dans la première partie, deux tendances se dégagent en relation avec cette confiance monétaire ; une première approche définit la confiance monétaire comme une relation horizontale entre individus. La seconde approche considère la confiance monétaire d'un point de vue vertical, se concentrant sur le contexte institutionnel et l'encastrement social des relations de confiance.

L'histoire racontée dans le premier chapitre s'inscrit dans la veine de ce qui a traditionnellement été associé aux trois fonctions de la monnaie ; un moyen d'échange, une réserve de valeur et une unité de compte. Rendre compte de ces fonctions permet de mettre en lumière le fait que la confiance monétaire opère dans une hiérarchie où la fonction requérant la forme la plus hiérarchique de confiance est l'unité de compte. Ainsi, à l'aide de l'hypothèse faite dans cette première partie que la confiance monétaire est fondamentalement hiérarchique, la partie suivante se consacre à étudier si les autorités monétaires de la zone euro sont capables d'encadrer efficacement le défi de communication consistant à accéder aux différentes demandes de leurs trois cibles distinctes ; les marchés, l'État, et le public en général.

S'appuyant sur la littérature toujours plus conséquente consacrée à l'analyse de la communication des banques centrales, la contribution de la thèse à cette littérature sera de plusieurs ordres ; créer une nouvelle base de données sur 21 ans de discours et d'interviews de

la Banque de France, la Bundesbank et la Banque centrale européenne, concevoir une nouvelle méthode pour analyser cette communication et qui prenne en compte différents publics, fournissant une preuve empirique face à l'observation que la politique monétaire n'est pas neutre et que les communications sont biaisées en fonction du groupe économique à qui elles s'adressent. Les implications politiques de cette étude indiquent ainsi que les tensions entre l'autorité monétaire et ses publics ne peuvent pas forcément être résolues par une communication plus efficace ou transparente, même si moins de transparence ne peut pas être non plus considéré comme une solution durable étant donné que cela endommage les relations de confiance, en particulier en temps de crise. La fin du raisonnement en arrive à la conclusion que la construction de la confiance passe non pas en premier lieu par une communication stratégique, mais par un processus démocratique, rappelant ainsi que les banques centrales ne sont pas des créatures des banquiers centraux, mais avant toute chose une création de l'autorité démocratique.

2. Le concept de confiance dans la théorie monétaire

Cette partie offre un panorama général de la littérature consacrée à la « confiance ». En règle générale, la confiance existe lorsqu'un individu est prêt à se fier aux futures actions d'un autre individu sans vraiment savoir si ces actions seront réalisées. Tantôt entendue comme une émotion venant soutenir les relations sociales, tantôt comme une vertu lorsqu'elle rend les situations de coopération plus faciles, la confiance est nécessaire dans des sociétés de large taille où l'on ne peut pas contrôler les individus dont nous dépendons tout comme de leurs actions. Ainsi, nous pourrions faire l'hypothèse qu'une société où la défiance règne serait moins coopérative et efficace, plus exposée à la vulnérabilité et aux dangers. La confiance permettrait alors d'établir une forme de contrat social pour se prémunir contre ces risques.

De cette analyse consacrée aux différentes acceptions du mot « confiance », il est possible de retenir deux choses ; dans un contexte social, la confiance est relationnelle et implique au moins deux parties, et le degré auquel la confiance peut être plus ou moins garantie dépend du conflit d'intérêt établi par cette relation. Plusieurs questions seront soulevées dans cette partie ; premièrement, quand et à quel point la confiance est-elle garantie ? Certes, la confiance est importante pour le bon fonctionnement des relations sociales, mais la défiance l'est tout autant pour établir la « valeur » de la confiance. Deuxièmement, un haut degré de confiance est-il toujours positif, d'autant plus si la confiance est supposée « être aveugle » ? Dans ce chapitre, on voit que la confiance resurgit fréquemment sous diverses apparences dans la communication des banques centrales. Dans la zone euro, que signifie « faire confiance » en regard avec la question fondamentale de savoir si la confiance est justifiée ou non ?

L'analyse de la confiance en la monnaie n'a cessé de se développer ces dernières années à la croisée de différentes disciplines ; sociologie, économie, politique économique, histoire, relations internationales, psychologie ou encore théorie littéraire. Cette thèse tente de passer à travers la multiplicité des débats sur la confiance en la monnaie en distinguant entre une approche théorique, une approche politique et une approche empirique. Il y a néanmoins une limite à séparer théorie de la monnaie, politique et recherches empiriques lorsqu'on étudie la confiance et la monnaie qui tient au fait que cela empêche une analyse holiste de la confiance entendue comme une relation impliquant trois parties que sont les utilisateurs de la monnaie (les marchés), les émetteurs de monnaie (les banques centrales), et les espaces monétaires

(États et sociétés). En effet, les hiérarchies de confiance étudiées dans cette partie risquent d'être neutralisées si la relation de confiance est analysée seulement de façon horizontale.

Cette vision de la confiance analysée d'un point de vue hiérarchique est tributaire des contributions de l'économiste autrichien Carl Menger et définit la confiance comme la croyance dans l'acceptation de la monnaie. Autrement dit, si un agent accepte la monnaie, alors l'autre agent l'acceptera aussi. Cette définition comporte néanmoins un problème tenace de circularité qui ne permet nullement de répondre à la question du pourquoi de la confiance. Ce problème a contribué à complètement retourner le postulat sur la confiance ; l'exigence de détenir de la monnaie est maintenant imposée par un manque de confiance que la monnaie viendrait compenser. Peu importe finalement que les agents économiques aient confiance les uns envers les autres, du moment qu'une large partie d'entre eux croit en l'acceptabilité de la monnaie comme un moyen d'échange convenable. Depuis Menger, ce problème de circularité a largement été discuté et critiqué, aussi bien par les opposants à la théorie néoclassique que par les tenants de la liberté de marché. Malgré leurs différences, ces deux camps s'accordent à dire que la « confiance » est en réalité un dénominateur mal choisi pour décrire un phénomène qui correspond davantage à une forme de coercition, étant donné qu'utiliser de la monnaie ne peut pas être perçu comme un choix.

La confiance et la théorie monétaire

La confiance est souvent définie comme l'action qu'elle est supposée représenter dans un contexte monétaire, comme tenir une promesse de paiement ou croire que les autres acceptent aussi la monnaie. Ainsi, il existe deux relations de confiance horizontales distinctes ; les agents économiques ont confiance les uns envers les autres lorsqu'ils utilisent de la monnaie, et ils font confiance à la monnaie en raison de cette même confiance interpersonnelle. On retrouve dans cette remarque le même problème de circularité observé plus haut ; pourquoi les agents ont-ils confiance à la monnaie ? Parce qu'ils ont confiance les uns envers les autres. Pourquoi ont-ils confiance les uns envers les autres ? Parce qu'ils font confiance à la monnaie.

Pour briser ce problème de circularité, deux solutions, interprétées sur la base des travaux de l'économie néoclassique et tour à tour analysées dans les parties suivantes, sont traditionnellement proposées ;

- La théorie monétaire de Léon Walras, dans laquelle la monnaie est considérée comme neutre. Elle est une technologie d'échange qui représente la valeur des biens contre lesquels elle est échangée. La monnaie n'émerge pas de la situation d'échange mais elle est introduite de façon exogène pour faciliter les transactions. Le but de la théorie de Walras était de déterminer si une augmentation de la quantité de monnaie fait varier les prix relatifs dans une économie où la monnaie préexiste aux agents. Chez Walras, la monnaie serait un lubrifiant de la vie économique de la même manière que la confiance sert de lubrifiant à la vie sociale.
- L'approche de Carl Menger redéfinit quant à elle le problème de la circularité en un problème de régression à l'infini. Si tout le monde croit en la monnaie parce que tout le monde y croit, qui a fait confiance en premier ? La monnaie émerge de façon endogène à partir de situations d'échange dans lesquelles l'actif le plus « liquide » (*saleable*, dans les termes de Menger) devient la monnaie. Les relations de confiance horizontales entre agents sont ici dotées d'un rôle explicatif, décrivant à la fois un comportement (la monnaie existe seulement si elle est acceptée comme monnaie) et

une croyance (la monnaie est collectivement acceptée comme monnaie si c'est de la monnaie).

D'autres auteurs ont poursuivi cet intérêt pour la compréhension de la confiance en la monnaie comme un processus évolutif, à l'instar de Kiyotaki et Wright dans les années 1980 et 1990. Ils ont essayé de modéliser un environnement dans lequel les agents sont prêts à accepter la monnaie fiduciaire à la seule condition qu'ils attendent des autres qu'ils acceptent cette monnaie également. Ainsi, en situation d'équilibre, personne n'a de motivation à ne pas accepter la monnaie si tous les autres le font. De ce point de vue, dans le raisonnement Menger-Kiyotaki-Wright, tel qu'il est désigné dans la thèse, la confiance crée la monnaie dans une boucle de rétroaction positive, c'est-à-dire que plus les individus croient que les autres individus sont généralement dignes de confiance, plus ils croient en la monnaie.

Il existe une longue tradition dans la théorie monétaire de concevoir la monnaie comme « confiance », et ce bien avant les néoclassiques ; des auteurs comme Vaughn, Locke ou Thornton avaient déjà estimé que les êtres humains étaient trop fragiles et corruptibles pour pouvoir se permettre d'échanger sans aucune forme de protection. La monnaie constituait ainsi un bouclier pour le marché afin de prévenir les lois inefficaces ou les gouvernements corrompus. Douglas Gale reprendra cette idée quelques siècles plus tard en affirmant que quelque chose doit garantir que les transactions soient effectuées jusqu'au bout, que les promesses de paiement soient tenues et les contrats respectés.

Dans les deux approches de la monnaie comme confiance et de la monnaie comme défiance étudiées un peu plus tard, deux affirmations sont faites à propos de la confiance et de la monnaie ;

- Tout d'abord, les individus peuvent être considérés comme dignes de confiance. D'après le raisonnement Menger-Kiyotaki-Wright, c'est seulement parce que les agents économiques ont appris à se faire confiance qu'ils ont inventé la monnaie et que les autres l'ont acceptée en retour. La monnaie est la conséquence d'un calcul coût-bénéfice rationnel à la suite duquel monnaie et confiance se sont avérées fournir un avantage conséquent par rapport à la défiance. Inversement, les individus peuvent ne pas être dignes de confiance ; dans les marchés anonymes, les acteurs doivent accepter d'être vulnérables face aux autres, tout en renonçant au contrôle sur les personnes. La monnaie permet alors de venir résoudre ce problème.
- Ensuite, tous les agents économiques doivent avoir confiance en la monnaie et ce peu importe s'ils ont confiance les uns envers les autres ou non. De cette façon, le problème de circularité resurgit. Avant que les agents économiques puissent utiliser la monnaie, ils doivent d'abord avoir confiance en elle, mais avant d'avoir confiance en elle, ils doivent avoir une garantie qu'elle peut être utilisée.

De ce fait, aucune théorie ne permet de rendre compte de qui ou quoi garantit cette confiance les uns envers les autres hormis l'observation qu'en effet, on utilise bien la monnaie. Peut-être est-ce après tout le but ; la confiance monétaire a été décrite comme le résultat d'une « naturalisation performative de la monnaie ». La monnaie n'est pas devenue digne de confiance sur l'ordre de quelqu'un mais par le biais de l'activité économique « naturelle ». La théorie de l'échange dans l'économie néoclassique a ainsi réussi à « naturaliser » la monnaie en se concentrant sur les relations de confiance horizontales entre les individus. Cependant, elle ne permet pas de prendre en compte la structure hiérarchique du système monétaire. Pour

« fonctionner », ces relations de confiance horizontales doivent être elles-mêmes établies et entretenues comme des faits sociaux et institutionnels. En tant que « récit », l'explication de la confiance monétaire sous le prisme horizontal cache effectivement le fonctionnement de la monnaie.

Par contraste, d'autres théories viennent au contraire souligner que la monnaie n'est pas neutre et que la confiance en la monnaie est une question de relations verticales (ou hiérarchiques). La circularité de la question du pourquoi les individus font confiance à la monnaie est rompue sur la base du fait que la confiance est une question d'autorité monétaire. Ainsi, la confiance monétaire n'est plus une solution interpersonnelle, mais devient un problème politique. Dans la théorie monétaire de John Maynard Keynes, la souveraineté a toute son importance pour déterminer les règles du système monétaire. Ses observations du taux d'intérêt comme étant fondé sur ce qu'il appelle un « état de confiance » (*state of confidence*), lui-même déterminé par la politique économique et les conventions employées sur les marchés financiers, prend comme point de départ le cadre d'analyse néoclassique. Contrairement aux relations de confiance interpersonnelles de la tradition néoclassique, la discussion de Keynes sur la confiance et la politique monétaire insiste sur les dimensions sociale et institutionnelle de la confiance et l'importance de l'incertitude, des attentes et de l'autorité. Le dilemme de son « état de confiance » consistait à tenir ensemble un concept de la monnaie entendue comme un lien social et un bien public dont la valeur représente la cohésion et le bon fonctionnement de la société, et un concept de la monnaie dans lequel celle-ci représente les luttes de pouvoir internes telles que l'accumulation de capital, la compétition financière...

La confiance et la théorie monétaire néoclassique

Chez les néoclassiques, la monnaie émerge comme une solution spontanée au problème de la double coïncidence des besoins dans un système de troc. Une fois que la monnaie est introduite, le problème de la confiance émerge ; les agents économiques doivent avoir confiance les uns envers les autres pour tenir leur promesse d'échanger des biens contre des bouts de papier qui n'ont pas de valeur intrinsèque, et pour cette raison, ils doivent avoir confiance en la monnaie vu que la monnaie n'a pas au premier abord de valeur propre. Cette idée de la nécessité de la confiance remonte aux trois fondateurs de l'économie néoclassique que sont Stanley Jevons, Léon Walras et Carl Menger.

Le but de cette section sera entre autres de montrer que la théorie monétaire néoclassique n'est pas seulement une théorie de la monnaie-marchandise, comme on l'entend souvent. Il n'est pas rare de lire que le modèle néoclassique de l'échange a interdit à la monnaie de jouer un rôle en tant qu'institution sociale. Cependant, dire que la monnaie, une fois intégrée dans la théorie de la valeur, est uniquement utilisée pour la circulation ou les transactions, qu'elle est neutre, est une chose, mais dire que cela empêche la monnaie de jouer un rôle institutionnel, ou même qu'elle n'aurait aucun rôle, en est une autre. Aucun des trois fondateurs de l'économie néoclassique n'ignorait les implications institutionnelles de leur théorie ; au contraire, ils étaient bien conscients du fait que l'échange « idéal » requiert une « vraie » configuration politique et institutionnelle pour pouvoir fonctionner. Ainsi, chacun prônait une autorité régulatrice responsable de maintenir un prix stable de la monnaie à travers un mécanisme permanent de contrôle et d'intervention sur la réserve de monnaie.

L'économie néoclassique s'est avant tout concentrée sur les relations de confiance horizontales entre les individus ; un consensus collectif permettrait en effet de maintenir à

l'équilibre une compétition d'intérêts personnels. La théorie néoclassique de la monnaie a ainsi permis d'ouvrir la voie à une certaine idée de la monnaie, une idée dans laquelle la confiance en la monnaie est une question de confiance mutuelle parmi les utilisateurs de cette monnaie et la neutralité de la monnaie une responsabilité déléguée à des organes régulateurs ou des institutions non-majoritaires.

Stanley Jevons

Dans *Money and the Mechanism of Exchange* (1875), William Stanley Jevons défend l'idée que la raison pour laquelle la monnaie existe est qu'elle permet de résoudre le problème de la double coïncidence des besoins. Dans un système de troc, il n'est possible de trouver un partenaire d'échange qu'à condition qu'il veuille quelque chose que l'on a, et vice versa. Même si le modèle de Jevons dans lequel le troc précède la monnaie n'est pas toujours valide, le fait que la monnaie est un lubrifiant des transactions économiques n'est pas forcément à laisser de côté. Au lieu de se fonder sur des hypothèses historiques, cet argument fait appel, dans le raisonnement déployé dans cette thèse, à des postulats psychologiques, comportementaux et institutionnels conformes aux relations de confiance horizontales décrites plus haut, c'est-à-dire une confiance mutuelle *entre* les agents économiques et une confiance *dans la monnaie* fondée sur ces relations.

Dans l'économie néoclassique, la monnaie ne peut que satisfaire un besoin ou un désir en étant échangée, et le consommateur néoclassique peut apprécier la perte d'utilité de dépenser plus d'argent simplement en imaginant les autres biens qu'il aurait pu acheter avec chaque unité de monnaie à laquelle il a dû renoncer pour se procurer, par exemple, un certain jean. La question de la valeur de la monnaie est fondée sur son utilité. L'utilité marginale de la monnaie ne peut pas déterminer la valeur de la monnaie ceci car l'utilité marginale dépend elle-même de cette valeur. Un agent de troc ne peut pas dire quel niveau d'utilité il va retirer d'une unité de monnaie supplémentaire à moins qu'il puisse savoir ce que cette unité supplémentaire permet d'acheter. Si la monnaie est échangée, ce n'est donc pas la monnaie elle-même à laquelle on attribue un prix, mais les biens qu'elle représente. Ce problème de circularité était bien connu des économistes de l'époque qui avaient essayé d'appliquer l'utilité marginale à la théorie de la monnaie. Cependant, Jevons lui-même avait abandonné l'idée que la valeur de la monnaie pouvait être mesurée à partir de son utilité.

Ainsi, la question « qu'est-ce qui pousse les individus à accepter la monnaie ? » demeure sans réponse. Pour Jevons, la responsabilité d'émettre de la monnaie devrait être laissée au gouvernement exécutif et à un corps non-élu de « conseillers scientifiques » car la décision « d'experts » inspire souvent davantage confiance. Cependant, cette forme de confiance hiérarchique ne semble pas jouer de rôle dans sa théorie économique et demeure le seul passage de *Money and the Mechanism of Exchange* dans lequel la confiance est explicitement mentionnée et entendue comme un rôle de l'État, ou d'un comité d'experts approuvé par le gouvernement.

Même si cela entre en contradiction avec le passage où Jevons mentionne le pouvoir du gouvernement pour faire accepter la monnaie aux individus, il déduit l'existence de la monnaie à partir du modèle de l'échange ; si la monnaie est née à cause du besoin d'échanges économiques plus efficaces, elle n'avait alors plus besoin d'être introduite comme une technologie d'échange, ou bien comme une configuration institutionnelle exogène. Il serait cependant hâtif de conclure de cela que la monnaie n'a aucun rôle à jouer et qu'elle est inutile ;

Jevons était conscient du fait que son modèle de l'échange théorique possédait ses propres hypothèses institutionnelles. Le cadre de son modèle de l'échange est défini comme une contrainte tacite, il n'est pas organisé ou régulé officiellement mais basé sur la coopération bienveillante de participants individuels.

Après avoir établi des fondations pour son modèle de l'échange et sa théorie de la monnaie, Jevons continue de gravir les degrés de l'échelle de l'activité économique. Dans son ouvrage mentionné précédemment, on note clairement un récit téléologique dans lequel la monnaie devient de plus en plus « représentative » jusqu'à ce qu'elle soit institutionnellement rendue inutile par le perfectionnement et l'extension graduelle d'un système de compensation (*clearing system*).

- Au commencement, il y a d'abord le troc. La monnaie est introduite pour faciliter l'échange entre deux individus. La confiance monétaire est étayée par les agents économiques en quête d'efficacité.
- Au fur et à mesure que les marchés se complexifient, d'autres formes de monnaie font leur apparition, comme la monnaie-or, les billets à ordre ou encore les différents types de chèques et de documents de crédits. Les grands marchés mondiaux et le système bancaire ont rendu nécessaire la « vraie monnaie internationale » couplée à un système avec tableau national des prix dans lequel l'or ne serait plus le moyen d'échange ; Jevons pensait que ce système monétaire ajouterait un nouveau degré de stabilité aux relations sociales.

Il y a un paradoxe dans l'organisation de l'économie de Jevons ; même si elle repose sur une valeur-étalon universelle et un système de comptes centralisé, elle est censée être spontanée, horizontale et décentralisée. La confiance monétaire est considérée comme étant un comportement conventionnel qui ne repose en lui-même sur aucune institution ou processus de coordination centralisés. Jevons a naturalisé les institutions économiques. Dans cette perspective, les institutions modernes, comme les banques centrales, deviennent des entités dépolitisées incarnées dans les réseaux horizontaux de l'activité économique, dans lesquels les participants sont interdépendants, mais formellement autonomes. Cet arrangement institutionnel est caractérisé par son aspect informel, décentralisé et horizontal, mais lié par un système centralisé de règles qui tendent toutes à créer et soutenir des modèles durables et routinisés de comportement « naturel ». L'un des effets de ce paradoxe est qu'il cache ou oublie que ce comportement est lui-même encadré dans les institutions. Dans le cas des relations de pouvoir asymétriques, cette affirmation peut même tendre à bénéficier à certains, et à nuire à d'autres, en prétendant que ces relations asymétriques sont naturelles et objectivement réelles.

Léon Walras

Ce paradoxe est particulièrement saillant dans les travaux de Léon Walras, et notamment dans ses *Éléments* (1874). Selon lui, la monnaie rend les choses plus faciles, vu qu'elle transforme deux échanges en un seul, tout en les compliquant dans le même temps ; la monnaie met en place un échange indirect là où, d'un point de vue théorique, un échange direct serait bien plus simple.

Le point de départ de l'analyse de Walras est une économie numéraire sans monnaie et sa destination finale un échange économique indirect et décentralisé avec monnaie, là où Jevons avait commencé avec un système de troc et fini avec un système pur de comptabilité sans

monnaie. Il a réussi là où Jevons n'avait pas pu en intégrant la monnaie à la théorie de la valeur. Cependant, là où son dernier modèle monétaire est venu fournir une justification rationnelle à l'existence de monnaie comme moyen d'échange, il n'a pourtant rien dit au sujet de la question « pourquoi la monnaie est-elle la technologie d'échange privilégiée ? ». En effet, Walras n'a pas seulement compris que la question de « pourquoi la monnaie ? » était différente du problème scientifique de « comment intégrer la monnaie dans la théorie de la valeur ? » ; il a également pris conscience du fait que pour répondre à cette seconde question, il fallait abandonner l'idée de chercher à répondre à la première.

Walras a choisi la neutralité. Dans la première et la seconde édition de ses *Éléments*, il a montré que le besoin d'un moyen d'échange semble résulter de la division du travail et de la spécialisation de la production. La monnaie est un moyen pratique d'échange. Walras était intéressé par deux choses :

- Expliquer l'existence de la monnaie fiduciaire
- Montrer que la monnaie a de la valeur, qu'il y a un prix positif pour la monnaie à l'équilibre, parce que si la monnaie n'avait pas de prix positif, il n'y aurait aucune raison de supposer qu'une variation dans la quantité de monnaie changerait proportionnellement les prix des biens et services dans l'économie

Pour montrer qu'il y a une demande positive pour la monnaie, Walras est descendu de l'équilibre général jusqu'à l'utilité marginale. La monnaie n'était pas pour lui « un objet sans utilité propre » mais il lui attribuait également une utilité indirecte pour le service qu'elle rend en tant que moyen d'échange. Dans l'édition finale des *Éléments*, Walras a remplacé son *encaisse désirée*, permettant aux consommateurs et aux producteurs d'apprécier effectivement la détention de monnaie, par un *service d'approvisionnement*, montrant ainsi que la seule utilité de détenir de la monnaie est de dépasser les difficultés engendrées par les transactions, c'est-à-dire de permettre aux biens de circuler. Dans son économie décentralisée, la monnaie est ainsi une condition nécessaire à la réalisation de la répartition de l'équilibre général.

Cependant, rien dans son modèle ne peut nous empêcher de choisir tout autre type de moyen de transaction, ni même de changer de moyen après chaque période d'échange. Mais le but de Walras une fois de plus n'est pas d'expliquer pourquoi la monnaie existe, mais de s'assurer que le modèle monétaire possède une solution dans laquelle la demande de monnaie soit positive. Celle-ci est garantie par le *service d'approvisionnement* et l'hypothèse que la monnaie est l'unique moyen d'échange généralement accepté.

Tout comme Jevons, Walras ne voulait pas laisser les affaires monétaires aux mains de la libre compétition ; il prônait ainsi une politique monétaire interventionniste dans laquelle des mesures devraient être prises pour rendre le système des prix stable dans son ensemble. Walras défendait une intervention permanente fondée sur des règles mathématiques supervisées par le gouvernement ; ceci pouvait être atteint grâce à l'introduction d'un *billon régulateur*, un système conçu pour stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie. Idéalement, comme pour Jevons, le billon serait universellement appliqué. Finalement, le gouvernement disparaîtrait derrière un ensemble fixe de règles universelles.

Néanmoins, comme dans les travaux de Jevons, on retrouve le même paradoxe chez Walras ; sa théorie monétaire a pour but d'être spontanée, horizontale et décentralisée et ce malgré le fait qu'elle est fondée sur un numéraire universel et un système de coordination et

d'information centralisé. Ces contraintes institutionnelles sont souvent écartées et désignées comme une « fiction » par les critiques.

Il est désormais possible de comprendre le rôle que joue la confiance dans la tradition walrasienne ; contrairement à Jevons, ou encore Menger, Walras ne s'est jamais interrogé sur ce qui pousse les individus à accepter la monnaie et nulle part dans ses travaux la confiance, ou encore l'acceptabilité ou la croyance, ne sont mentionnées. Cela ne devrait pas nous surprendre étant donné que les individus sont censés agir selon les règles fondamentales de la monnaie ; celles-ci sont universelles, et les individus suivent ces lois, donc la confiance est considérée comme acquise *de facto* si l'on se place dans l'hypothèse de l'intérêt personnel rationnel des individus. Si la confiance est vue comme une forme d'exécution de contrats dans des transactions économiques qui pourraient quand même avoir lieu même sans confiance, cette confiance, comme la monnaie, est seulement supposée et ne peut donc pas fournir d'explication pertinente pour le rôle qu'elle remplit. On en revient toujours à ce problème d'image naturalisée de la monnaie qui embrouille la hiérarchie de la création de monnaie. Au regard du problème de confiance posé au tout début de cette partie, ceci signifie alors que l'ignorance du fonctionnement et des conditions de la confiance verticale est constitutive de la confiance généralisée.

Carl Menger

Carl Menger a rejeté la méthode mathématique de Walras et ses contraintes d'équilibre statique et a opéré un retour à la question de « pourquoi la monnaie ? », en se consacrant à l'étude de ses causes. Dans son modèle évolutif, rendu célèbre par l'article « On the Origins of Money » (1892), la monnaie est née d'un processus de coordination fondé sur la confiance et que l'on retrouvait à l'origine parmi une élite sélectionnée, mais qui a fini par se muer en une confiance entre les masses et enfin entre la société elle-même. La monnaie n'est pas exogène dans cette théorie mais émerge de façon endogène à partir d'une situation d'échange dans laquelle l'actif le plus « liquide », comme évoqué plus haut, devient la monnaie.

Néanmoins, Menger n'a pas réussi à se débarrasser des contraintes fondamentales qui étaient déjà présentes dans le modèle walrasien ; sa théorie ne prend en compte que les comportements individuels et ne peut donc pas rendre compte de l'existence d'institutions ou de règles institutionnelles. Finalement, nous demeurons confrontés au paradigme devenu familier dans lequel la confiance monétaire est supposée être une relation spontanée, décentralisée et horizontale.

Menger note trois conditions nécessaires à l'émergence de la monnaie :

- L'acceptation de la monnaie par n'importe quel agent doit s'appuyer sur sa croyance que les autres agents accepteront aussi cette même monnaie
- Il décrit l'émergence de la monnaie « comme le résultat spontané, la résultante involontaire des efforts particuliers, individuels des membres de la société ». La monnaie est assimilée aux efforts désorganisés des individus, chacun agissant dans l'espoir de maximiser son bien-être économique. Ainsi, la monnaie n'est pas le produit de la loi, elle n'est pas une sorte de contrat social dans lequel on fait respecter la confiance, mais elle est une marchandise.
- L'établissement d'un moyen d'échange généralement acceptable correspond à un processus d'apprentissage qui est atteint sur un long laps de temps. Le modèle évolutif

de Menger postule une forme d'avantage cumulatif et compétitif dans lequel l'invention de la monnaie est similaire à une innovation technologique. La généralisation de ce savoir à travers le marché par le biais de la coutume et des pratiques habituelles des agents conduit à l'émergence finale de la monnaie.

Dans sa théorie de « l'acceptabilité de la monnaie » (*saleability of money*), on trouve l'idée que la monnaie émerge par le biais d'un processus qui s'auto-renforce et dans lequel de plus en plus de gens commencent à utiliser la monnaie pour chaque transaction jusqu'à ce que celle-ci devienne l'unique moyen d'échange adopté par tout le monde. Cette théorie a conféré un intérêt tout particulier à la monnaie ainsi qu'à la confiance. Elle a en effet donné lieu à l'idée que la monnaie ne peut pas fonctionner sans la confiance, si l'on entend la confiance comme la croyance que les autres accepteront la monnaie. Cependant, avec cette explication, Menger a lui aussi rencontré un problème de circularité. Elle présuppose qu'il existe une croyance générale, autrement dit la confiance, que la monnaie jouera bien son rôle de monnaie, croyance qui s'auto-valide lorsque la monnaie joue effectivement bien ce rôle, ce qui signifie que comme les autres, Menger a dû considérer la confiance comme allant de soi.

Chez Menger, on retrouve une responsabilité importante de l'État à la fois pour fournir un ensemble de lois uniques mais aussi pour mettre en place la politique monétaire sur la base d'une théorie quantitative de la monnaie. Comme Jevons et Walras, Menger pensait que la mise en place des politiques monétaires justifiait la nécessaire présence d'une coopération internationale. Ainsi, de la même façon que Walras, Menger en est venu à séparer le comportement individuel de la réalité institutionnelle, ou bien plutôt à définir la réalité institutionnelle de façon qu'elle puisse s'intégrer avec cohérence dans sa vision d'une économie de marché monétaire avec une monnaie unique, un index des prix et une autorité centralisée de contrôle de la quantité de monnaie.

Dans le monde réel, la monnaie a en réalité une valeur et son agencement institutionnel des conséquences distributives importantes. Cependant, ni Jevons, ni Walras, ni Menger n'ont permis cela dans leurs théories, aussi ont-ils dû recourir à une théorie monétaire dans laquelle la monnaie est d'abord vue comme un pur moyen d'échange, puis comme un critère universel et invariable. Par ce récit, ils ont réussi à dépolitiser le processus de la création de monnaie en s'assurant de son fonctionnement sans accroc en laissant de côté les agencements institutionnels hiérarchiques, qui requerraient un type différent de confiance. Ainsi, contrairement à ce qu'il est souvent affirmé, les institutions jouent bien un rôle dans la théorie monétaire néoclassique. En théorie, les institutions « naturalisent » les relations monétaires à travers un cadre analytique qui les considère comme informelles, décentralisées et horizontales. En pratique, la légitimité des institutions comme des autorités universelles qui fixent les règles est déterminée de façon indépendante par rapport aux intérêts des gouvernements et partis politiques. Mises toutes les deux, ces deux approches conduisent à la croyance institutionnalisée que la monnaie fonctionne mieux sans les institutions.

L'effort néoclassique d'intégrer la monnaie dans la théorie de la valeur a soulevé d'importantes questions au sujet de ce qui fait que les individus en viennent à accepter une monnaie fiduciaire intrinsèquement inutile, de ce qui donne à cette monnaie sa valeur, et quelles conditions institutionnelles doivent être remplies pour que la monnaie fiduciaire soit largement acceptée.

Malgré leurs différences, deux observations tirées des théories de Walras et de Menger ont eu d'importantes répercussions sur la façon d'appréhender la monnaie, et ont en retour influencé le degré de confiance que l'on inclut dans la définition de la monnaie :

- La monnaie fonctionne mieux lorsqu'elle est considérée comme allant de soi et du point de vue des avantages procurés par sa fonction de mesure neutre de la valeur et de « lubrifiant » des échanges économiques
- Tout arrangement institutionnel centralisé nécessaire pour que la monnaie puisse remplir ces deux fonctions citées précédemment et pour influencer l'économie d'une quelconque façon, est remis en cause en tant que « fiction », alors que le processus d'échange décentralisé qu'elle est supposée venir « lubrifier » est considéré comme « réel »

Ces deux observations réunies ont donné naissance à l'idée que la monnaie est la confiance.

La confiance et les théories microéconomiques de la monnaie

Les efforts de Walras pour intégrer la monnaie à la théorie de la valeur ont conduit toute une génération d'économistes à essayer de consolider la théorie monétaire à l'aide du modèle d'échange walrasien. Dans le même temps, la confiance sociale de Menger basée sur la théorie des réseaux a trouvé davantage de soutiens, ou de raisons de débat, en sociologie, et tout particulièrement dans les travaux de Georg Simmel dont la *Philosophie des Geldes* (1900) a développé une théorie de la confiance monétaire ressemblant à celle de Menger. Simmel a rendu explicite l'idée que la confiance monétaire est déterminée par la confiance sociale.

Deux théories ont en particulier ressuscité la théorie de la confiance en la monnaie de Menger dans la quête pour tenter de façonner les micro-fondations de la théorie monétaire :

- Les modèles théoriques de recherche ont défini un paramètre endogène qui est censé représenter la croyance que les agents ont à propos de la possibilité que les autres acceptent la monnaie
- Les approches de la théorie des jeux ont quant à elles énoncé que la défiance envers les autres rendait la monnaie « institutionnellement » nécessaire

Dans ces deux théories, les relations de confiance se fondent sur la confiance interpersonnelle entre les utilisateurs de la monnaie, et la dimension institutionnelle de celle-ci est réduite aux besoins résultant de comportements individuels. Elles consolident la conclusion mise en exergue à la fin de la section précédente ; « l'institution de la monnaie » ne peut rien que les individus n'auraient pas déjà pu réaliser par eux-mêmes.

Menger-Kiyotaki-Wright : la monnaie et la confiance dans les théories de la recherche

Avec une mention explicite à Menger, les modèles théoriques de recherche ont essayé de démontrer que la technologie d'échange au sein de la technique de transaction devrait être le résultat du modèle, et que la technique choisie devrait être déterminée par des conditions d'équilibre, ce en quoi ils s'éloignent un peu des intentions de Menger. Dans ces modèles, les croyances auto-réalisatrices des individus sont cruciales pour déterminer si la monnaie fiduciaire sera acceptée en échange. La valeur de la monnaie n'est pas dérivée de ses caractéristiques physiques, mais de la garantie fournie par la société quant à son acceptabilité dans les échanges futurs. La question cruciale qui est posée est celle-ci ; comment les individus apprennent-ils à faire confiance à la monnaie ? Qui ou quoi détermine le paramètre de

probabilité de façon que le comportement individuel soit socialement optimal ? Menger avait déjà répondu à cette dernière question en proposant d'introduire une sorte de politique interventionniste, ou une coordination centralisée de l'information.

Dans le modèle de Kiyotaki et Wright, l'économie est « décentralisée », c'est-à-dire qu'il y a une large part d'agents, ce qui rend peu probable le fait qu'ils puissent se rencontrer plus d'une fois, et les agents manquent d'informations complètes sur les transactions passées ou futures autres que les leurs. Ils partent du principe qu'une partie des agents détient la monnaie, et une autre partie les biens. Au cours de l'échange, les agents choisissent la stratégie d'échange optimale fondée sur leur croyance à propos des stratégies des autres agents et en lien avec des attentes rationnelles. La probabilité d'un agent détenant un bien de consommation d'accepter de l'échanger pour de la monnaie est déterminée par un paramètre ; si ce paramètre est suffisamment élevé, c'est-à-dire plus grand que l'utilité qu'il retire de demeurer un détenteur de biens de consommation, alors l'agent acceptera la monnaie. L'introduction de ce paramètre probabiliste est censée exprimer les croyances auto-réalisatrices des agents au sujet de si la monnaie fiduciaire sera acceptée par les autres ou non. Elle constitue en soi une solution au paradoxe de Menger analysé plus haut ; ce modèle a été considéré comme pouvant mesurer la confiance que les individus ont en la monnaie.

Tout dépend de comment déterminer le degré paramétrique de l'acceptabilité de la monnaie. En cela, deux scénarios sont possibles. Premièrement, si les agents disposent d'une information libre sur les intentions des autres, alors l'économie n'est plus décentralisée ; l'information complète n'est pas compatible avec l'hypothèse que les individus ne connaissent que leur propre historique de transactions et de préférences. Deuxièmement, dans le second scénario, un mécanisme centralisé détermine le paramètre de probabilité de façon institutionnelle. Le mieux que les théories de la recherche arrivent à démontrer est que, tout d'abord, il est individuellement rationnel d'accepter la monnaie une fois que l'institution sociale de la monnaie est fondée ; ensuite, la distribution qui en résulte est un optimum de Pareto comparé à un cadre sans cette institution. Cependant, ces théories ne montrent pas comment cette institution est établie, ni comment on la fait respecter.

Il est néanmoins possible de concevoir certaines formes de confiance monétaire comme un réseau d'externalités décrivant une forme d'interdépendance dans laquelle les pratiques d'un agent économique dépendent stratégiquement des pratiques adoptées par les autres au sein du même réseau d'interactions. Appliqué à un contexte monétaire, cela signifie concrètement que la décision d'un agent économique d'utiliser la monnaie repose ainsi sur des interdépendances stratégiques qui sont appuyées de façon significative sur la confiance des autres. Cette idée est problématique non seulement parce qu'elle aboutit à un problème de régression à l'infini (il faut bien que quelqu'un ait commencé le réseau à un moment donné), mais aussi parce qu'une fois que le réseau est mis en place, il peut s'étendre dans des directions difficiles à prévoir. Les théories de la recherche ne sont donc pas efficaces pour expliquer l'existence de la monnaie en tant qu'institution sociale encline au changement ; les agents ne peuvent pas changer leurs stratégies dans ces modèles.

Deux conclusions tirées de ces modèles ont été particulièrement bien reçues par les économistes. Dans un premier temps, les modèles théoriques de recherche ont confirmé le rôle de la monnaie en tant que moyen d'échange facilitant les transactions économiques qui ne devrait pas être mis au même rang que les autres biens. Dans un second temps, ils ont donné

l'idée que la monnaie est un agencement social d'une expression formalisée. En présupposant que les agents ne sont prêts à accepter la monnaie que dans des environnements où les autres l'acceptent aussi, les théories de la recherche étaient considérées comme ayant enfin fourni une fondation sociale adéquate à la monnaie. Ces conclusions sont problématiques et presque contradictoires ; en substance, la tradition Menger-Kiyotaki-Wright prétend que les relations non-monétaires sont plus efficaces, tout en affirmant en même temps le contraire. Finalement, c'est comme si les relations monétaires et non-monétaires étaient mises sur un même pied.

Vaughn-Gale-Shubik : la monnaie et la défiance dans la théorie des jeux

Bien avant que les néoclassiques aient mis en exergue le fait que les transactions monétaires s'effondreraient sans confiance, une autre espèce d'*homo oeconomicus* était très répandue, une espèce dont la défiance envers les utilisateurs de la monnaie a donné lieu à la chose elle-même. La monnaie était vue comme un substitut au manque de confiance. Dans *A Discourse of Coin and Coinage* (1675), Rice Vaughn affirme que l'absence de confiance entre agents économiques requiert un compromis. Le compromis garantit que les agents ne feront pas défaut à leurs promesses et fait remonter l'existence de la monnaie à un moyen d'échange remis de façon extérieure. La vision de la monnaie découlant d'une confiance subjective en la fiabilité de son semblable a été développée un peu plus tard par John Locke qui a longtemps prôné un standard monétaire libre de toute manipulation de la part des individus et des interférences politiques discrétionnaires. Pour Locke ou Vaughn, la monnaie est issue d'un manque de confiance sociale. Elle représente en elle-même le besoin d'une stricte exécution des serments, promesses publiques, et contrats.

Le premier économiste à raviver cette idée que la monnaie peut être vue comme un substitut à un manque de confiance dans l'échange économique est Douglas Gale, sceptique à propos de l'hypothèse sous-jacente de la théorie néoclassique. Il a observé en particulier que si la monnaie est censée agir comme une réserve de valeur et pas seulement comme un moyen d'échange entre des opérations qui se déroulent de façon séquentielle, et si l'économie est censée être décentralisée, alors la tradition néoclassique (dans la variante de l'école de pensée incarnée par Walras, Hicks et Patinkin) a placé trop de responsabilités dans les engagements crédibles des individus. Gale a introduit une « institution sociale » dans l'économie, ici, la monnaie, qui rend des répartitions dignes de confiance alors qu'elles seraient autrement non-fiables sans elle. En fournissant aux agents une monnaie fiduciaire reconnue et appuyée par le gouvernement, ceux-ci peuvent échanger sans forcément avoir besoin de se faire confiance mutuellement.

Sa théorie reconnaît que les suppositions institutionnelles ne sont pas des « fictions » et doivent donc être définies comme des règles du jeu avant que le jeu ne commence. Cependant, dans le modèle de Gale, la monnaie n'a une fois de plus qu'une fonction d'intermédiaire des échanges. Martin Shubik a critiqué l'approche de Gale pour ses hypothèses institutionnelles réductionnistes ; selon lui, il faut une approche plus complète pour comprendre « la valeur économique de la confiance ». En partant d'un modèle d'équilibre général avec des contraintes de budget, il a démontré qu'une économie avec une confiance parfaite ne requiert pas de monnaie. C'est la progression de la société de masse anonyme qui justifie pour Shubik le besoin des institutions.

Cependant, la confiance n'influence pas le résultat des situations « assez » ou « pas assez » de monnaie, vu que la quantité de monnaie dans l'économie est donnée de façon

exogène. La confiance monétaire signifie simplement que les agents économiques acceptent la monnaie qu'on leur donne et qui est utilisée dans les échanges, et aucun agent n'a de motivation à dévier étant donné les règles et les institutions du jeu. La solution de l'équilibre de Nash ne peut cependant pas expliquer l'institution de la monnaie ni celle de la confiance. Au mieux, celui-ci montre qu'une fois la monnaie et la confiance mises en place, il est rationnel pour les agents d'accepter la monnaie et d'avoir confiance dans le fait que les autres vont aussi l'accepter. Ainsi, la confiance monétaire n'est pas le résultat d'actions individuelles, comme Shubik semblait le souligner, mais bien plutôt d'une supposition préétablie.

La théorie des jeux et son approche de la confiance monétaire est partie de la tradition néoclassique qui considérait la monnaie comme un résultat de la confiance. Cependant, les théoriciens des jeux ont réintroduit l'idée que la monnaie est une conséquence de la défiance, le nécessaire résultat d'une société atomisée dans laquelle on ne peut pas attendre que des individus intéressés par leurs propres intérêts ne se connaissent ni même se fassent confiance. Là où la théorie monétaire microéconomique dans le modèle de Menger-Kiyotaki-Wright cherchait à expliquer la confiance monétaire en termes de croyances coordonnées, les théoriciens des jeux ont mis l'accent sur le fait que la confiance était nécessaire en l'absence de coordination et de coopération. Ainsi, ces théoriciens ont hérité d'un certain nombre de problèmes déjà rencontrés par la théorie néoclassique monétaire ; par exemple, il n'est pas vrai que la défiance est un résultat de l'absence de confiance interpersonnelle. La confiance impersonnelle et la défiance personnelle ne sont pas la même chose si l'on en croit la littérature sociologique. Plus que ça, l'hypothèse sous-jacente que la confiance en la monnaie est une affaire d'optimisation de relations de confiance interpersonnelles qui pourraient en théorie fonctionner sans elle, est une forme de « négligence bénigne » (*benign neglect*, De Vroey) ; on peut retrouver cette négligence dans les deux traditions microéconomiques mentionnées auparavant. La confiance monétaire y est continuellement définie comme une institution sociale sur la base de relations interpersonnelles uniquement. Ainsi, le rôle que « l'institution » est supposée jouer ne demeure pas seulement diffus mais donne aussi l'impression qu'elle ne fait rien que les individus n'auraient pas pu faire par eux-mêmes.

Le concept de confiance dans la théorie néoclassique n'est ainsi jamais vraiment parvenu à briser ce « cercle vicieux » dont parlait Karl Helfferich lorsqu'il s'agit de comprendre l'utilité marginale de la monnaie. Montrer que les gens font confiance à la monnaie parce qu'elle est utilisable et utilisée et expliquer l'utilisation de la monnaie en retour tient plus de la tautologie que de la preuve, mais cela a permis de conserver l'idée que la monnaie se comporte comme la confiance. Cela a tout de même empêché les économistes de rechercher les déterminants de la confiance en-dehors des modèles d'échange et des hypothèses restrictives de la théorie de l'équilibre général. Cette conception de la confiance n'est pas seulement incomplète mais détourne l'attention du fait que la confiance dans la monnaie n'est pas seulement définie par la confiance dans les autres mais aussi par ce qui est généralement décrit comme « la confiance dans le futur pouvoir d'achat de la monnaie » (Giannini 2011: xxv; Issing 2002: 22). Une autre explication à cela est que la concentration sur les relations interpersonnelles de confiance dans le cadre de pensée néoclassique ignore délibérément le fait que la confiance dans la monnaie implique une confiance dans ces institutions responsables du maintien de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire les gouvernements et les banques centrales. La théorie économique néoclassique, cependant, ignore la centralité des institutions pourtant fondamentales à l'organisation économique.

La confiance et la théorie monétaire macroéconomique

Dans cette sous-section, il est mentionné comment la confiance monétaire est utilisée comme synonyme du concept keynésien de préférence pour la liquidité (*liquidity preference*). Cette préférence découle de la méfiance envers les calculs sur la valeur future de la monnaie, combinée à l'inflation attendue, qui affecte la valeur de la monnaie. La méfiance détermine la demande de monnaie, afin de la stocker tout en réduisant les avoirs monétaires, lorsque l'inflation est attendue et que l'objectif est de diminuer la taxe d'inflation sur les liquidités. Le facteur qui détermine la tendance du public pourrait être la confiance, mais celle-ci n'a été analysée ni par Keynes ni par ses successeurs. La théorie récente d'Edwin Le Héron pourrait constituer une passerelle vers l'introduction de la confiance dans le cadre keynésien. Le modèle à générations imbriquées (*overlapping generations model*, Allais, Samuelson, Diamond) inclus la confiance monétaire dans son analyse, se distinguant ainsi des théories précédentes en ne considérant pas la monnaie uniquement comme une technologie de transaction, un moyen d'échange, mais plutôt comme une réserve de valeur, un actif permettant de transférer des ressources entre les générations. L'idée est que les jeunes veulent consommer dans le futur mais ils ne peuvent pas stocker le bien de consommation qu'ils possèdent, ni s'engager dans des échanges intergénérationnels en raison de préférences symétriques. Dans ce scénario, avec un équilibre autarcique, les plus âgés se retrouvent sans rien, dans une situation non Pareto-optimale. Pour atteindre l'équilibre, l'introduction de la monnaie fiduciaire que les plus âgés possèderaient leur permettrait d'acheter dans le présent la fraction de marchandise que les jeunes souhaitent consommer dans le futur. L'introduction de la monnaie fiduciaire met en place un nouvel équilibre, un équilibre monétaire. Cette transaction peut avoir lieu grâce à la confiance dans le fait que la monnaie conservera sa valeur et que la prochaine jeune génération acceptera la monnaie, et ne retournera pas à un système autarcique, méprisant la solidarité intergénérationnelle.

L'argent, la confiance et le modèle à générations imbriquées

Le problème du modèle à générations imbriquées est que si la monnaie a pour fonction de stocker de la valeur dans le temps, elle reste intrinsèquement inutile, et d'autres ressources pourraient jouer un meilleur rôle pour effectuer ce transfert. La préférence pour d'autres actifs empêche les modèles d'expliquer l'existence de la monnaie par la fonction de stockage de valeur qu'elle peut incarner. En fin de compte, le choix entre un équilibre monétaire ou autarcique se résume aux conditions d'équilibre du modèle plutôt qu'à la confiance intergénérationnelle. Néanmoins, les paramètres de confiance sont fixés de manière exogène et institutionnelle et leur mesure par le biais d'un paramètre de probabilité d'acceptation, ne fournit qu'une justification théorique à l'hypothèse selon laquelle la monnaie réduit les frictions et maximise l'efficacité. Elle peut cependant souligner le fait qu'il existe une dimension politique dans la confiance monétaire, exprimée par la règle d'or qui considère les transferts intergénérationnels comme des décisions basées sur un accord implicite dans l'esprit de la théorie du contrat social. Le problème de la détermination de la confiance d'un point de vue institutionnel reste néanmoins posé. L'axe d'analyse mettant en évidence la fonction de réserve de valeur de la monnaie permet de démontrer que cette fonction peut donner un prix positif à l'équilibre. Ce prix positif dépend des prix attendus pour la période suivante, qui à leur tour dépendent des attentes pour les périodes suivantes (Geanakoplos & Polemarchakis). L'économie est incertaine, étant le résultat d'une multitude d'équilibres sous-optimaux, ce qui pourrait potentiellement miner la confiance. La politique monétaire deviendrait alors responsable de la gestion des attentes. La confiance, ainsi, n'est pas un facteur d'altruisme intergénérationnel (confiance horizontale) mais de directives institutionnelles (confiance verticale). L'autre choix

consiste à déterminer que la confiance découle du fait que la monnaie est neutre, donc qu'elle conserverait sa valeur dans le temps, indépendamment de tout cadre politique ou institutionnel, ce qui serait hors de propos. L'idée est qu'en cas d'échec de la coordination ou de perte de bien-être, une notion vaguement définie de « plus de confiance » remédiera au problème.

Monnaie et confiance dans le cadre keynésien

Keynes écrit sur la confiance dans des contextes différents, ce qui rend complexe la lecture d'une théorie de la confiance monétaire dans ses écrits. Il évoque les degrés de confiance comme le poids de la preuve concernant les attentes futures. Dans la *Théorie générale*, il affirme que les attentes à long terme ne dépendent pas que de la prévision la plus probable que nous pouvons faire, mais aussi du degré de proximité probabiliste de nos prévisions avec la réalité. Cela relie la théorie de la confiance à la question des poids (*weights*) que Keynes avait déjà traitée dans le *Traité de la probabilité*. Dans un contexte de politique monétaire, la confiance a été associée à la fixation des taux d'intérêt et à la différence entre le taux d'intérêt à court terme fixé par les autorités monétaires et le taux d'intérêt à long terme, déterminé par les choix de portefeuille des acteurs du marché.

L'analyse du taux d'intérêt à court terme de Keynes suit une approche « *top-down* » (du haut vers le bas), c'est-à-dire que la monnaie est créée de manière endogène par la demande de crédit et le taux d'intérêt est fixé de manière exogène par une autorité monétaire. Ce cadre appelle une approche verticale ou hiérarchique de la confiance monétaire, puisqu'elle dépend de la légitimité politique de la banque centrale. La théorie monétaire de Keynes est la première théorie dans laquelle la confiance est interprétée comme un problème politique plutôt que comme une solution interpersonnelle. D'après « Une théorie monétaire de la production » et la première partie de la *Théorie générale*, on peut supposer que Keynes a rejeté l'idée que la monnaie est neutre à court ou à long terme. Dans l'économie monétaire de Keynes, la demande effective détermine l'ampleur de la production et de l'emploi. La monnaie est un concept *ex-ante* dans cette économie, permettant le financement de l'investissement et de la production, tout en offrant une protection contre l'incertitude. En d'autres termes, la demande de monnaie est déterminée de manière endogène par la production et l'offre de monnaie est déterminée par la demande, même si elle est contrôlée par une autorité monétaire. Le taux à court terme n'est pas exclusivement le résultat de la demande. Il dépend des choix politiques de la banque centrale sur la manière dont les revenus seront répartis entre les emprunteurs et les prêteurs. Les implications de cette théorie rendent non seulement nécessaire une confiance verticale dans l'autorité monétaire, mais impliquent également une « stratégie de la confiance » (Le Héron, Carré), car les banquiers centraux ont le pouvoir d'orienter l'économie en fonction de la politique monétaire choisie.

L'analyse du taux d'intérêt à long terme de Keynes, en revanche, suit une approche « *bottom-up* » (du bas vers le haut) dans laquelle la monnaie est donnée de manière exogène par la production et le taux d'intérêt est déterminé de manière endogène par les décisions de portefeuille. Selon cette dernière approche, la confiance est déterminée par la psychologie des « préférences en matière de liquidité », des « esprits animaux », et la confiance monétaire est interpersonnelle ou horizontale. Keynes pensait que le taux à long terme dépendait de la convention, qui est elle-même déterminée par des facteurs psychologiques. Si les acteurs du marché ont confiance dans le fait que le taux suit une norme ou une convention particulière, alors les attentes sont inélastiques et l'économie est stable. Le manque de confiance entraîne des attentes élastiques et l'économie montre des signes d'instabilité. Les facteurs psychologiques sont déterminés par les attentes futures, la disposition optimiste ou pessimiste des agents économiques, leur « esprit animal ». Cette théorie expliquerait également la prime de liquidité, c'est-à-dire la raison pour laquelle les individus conservent leur argent au lieu

d'investir dans des actifs porteurs d'intérêts. Les facteurs psychologiques, cependant, ne relèvent pas seulement d'un motif de précaution, mais aussi du « motif de la finance » et du « motif de la spéculation ». Ainsi, le taux d'intérêt à long terme est déterminé de manière endogène par une décision de placement entre la monnaie et des obligations, basée sur les attentes du taux d'intérêt futur. La demande de monnaie, en revanche, est déterminée de manière exogène par la production.

Keynes plaide pour un contrôle de l'offre de monnaie par la banque centrale et pour une détermination du taux d'intérêt en fonction de la demande. La banque centrale est alors dite preneuse de prix (*price-taker*) et créatrice de quantité (*quantity-maker*). Dans cette analyse, la confiance est horizontale. Les taux d'intérêt ont alors des fondements microéconomiques. Cet individualisme méthodologique se transforme en convention sociale lorsque la confiance dans les taux d'intérêt est partagée par les masses. La théorie de Keynes est une analyse dans laquelle le taux à court terme gravite vers le taux à long terme et est déterminé par les forces du marché de la productivité et de l'épargne, tandis que l'épargne et les investissements sont indépendants de l'analyse monétaire. Dans cette conception, la monnaie pourrait être neutre à long terme même si elle peut causer des problèmes d'inflation et de déflation à court terme.

Cette analyse, qui suit l'interprétation de Keynes par le Nouveau Consensus, ne tient cependant pas compte de la première partie de la *Théorie générale*, où le taux d'intérêt n'est pas déterminé par le marché mais relève de la responsabilité d'une autorité monétaire. L'ambiguïté entre ces deux théories de la confiance est étroitement liée à la théorie monétaire de Keynes et aux différences fondamentales entre « l'analyse monétaire » et « l'analyse réelle » (Schumpeter). Dans l'analyse monétaire, la monnaie est endogène par rapport au processus de production ; les prêts créent des dépôts et les banques sont fondamentalement différentes des autres intermédiaires financiers en ce qu'elles créent de nouveaux fonds ; en outre, la production est influencée par le flux de dépenses du revenu monétaire et enfin, l'incertitude constitue le cadre de l'activité économique. De l'autre côté, dans l'analyse réelle, la monnaie est exogène, les dépôts créent des prêts, puisque les banques redistribuent des fonds existants. De plus, la production est limitée par l'épargne, qui crée l'investissement. Enfin, la certitude est fournie par un processus de coordination walrasien. Les observations de Keynes sur le taux d'intérêt à long terme comme reposant sur un fragile « état de confiance », lui-même déterminé par la politique économique et les conventions employées sur les marchés financiers, s'écartent du cadre néoclassique. Néanmoins, Keynes souligne l'importance de l'incertitude, des attentes et de l'autorité. Si l'autorité d'une banque centrale est nécessaire pour maintenir la confiance, le contrôle du taux d'intérêt à court terme ne correspond pas toujours aux attentes et au taux d'intérêt à long terme, que Keynes juge insignifiant. La confiance hiérarchique dans la politique monétaire de la banque centrale est donc complétée par la confiance horizontale dans le marché et, en particulier, les décisions de placement des acteurs du marché financier, qui peuvent ne pas toujours être en accord avec la politique de la banque centrale, en raison de l'excès de confiance, de la spéculation, de la méfiance et de la « pénurie de liquidités ». Le contrôle des intérêts à court terme ne pourrait guère influencer « l'état de confiance » dans lequel existe un taux d'intérêt naturel. La « signification pratique » (Rogers) de ceci est que la responsabilité de la stabilité de l'économie ne peut pas reposer sur une règle, encore moins sur une règle dont la « stratégie de confiance » (Le Héron, Carré) s'appuie uniquement sur le modèle familial de la stabilité à long terme, et la neutralité qui l'accompagne.

La confiance et les théories de la monnaie de l'État et du crédit

Il est ici question de la manière dont une première génération d'économistes a développé des théories de la monnaie de l'État et du crédit, qui iraient encore plus loin que Keynes dans la compréhension des dimensions institutionnelles des économies monétaires capitalistes. La recherche contemporaine dans ce domaine en dehors de la France a suscité ses propres controverses et débats, certains plus théoriques et académiques, d'autres plus populaires et politiquement symboliques. Néanmoins, deux conclusions sont pertinentes concernant la confiance monétaire :

- Dans les théories du crédit et de l'État, la confiance monétaire n'est pas interpersonnelle (horizontale) mais impersonnelle et hiérarchique (verticale). Puisque la monnaie est considérée comme une forme de dette, la confiance est fondamentalement une question de relations sociales, qui sont institutionnellement et hiérarchiquement structurées en fonction des niveaux de liquidité et d'exécution des obligations monétaires. Par conséquent, l'institution de la monnaie n'est pas représentative d'une coordination individuelle, où l'efficacité et la rationalité assurent des bénéfices collectifs pour la société dans son ensemble, mais le produit d'une lutte de pouvoir et d'intérêts concurrents entre les groupes sociaux au sein d'une hiérarchie. Ces groupes peuvent être définis schématiquement comme les citoyens, les marchés et les États. Les effets distributifs de ce conflit institutionnalisé peuvent dépasser les gains d'efficacité obtenus par la vision de la monnaie en termes de bénéfices collectifs.
- En raison de cette hiérarchie, les « degrés » de confiance dans la monnaie ne sont représentatifs de la « valeur » de la confiance que dans la mesure où ils garantissent que la hiérarchie est acceptée par la majorité des membres de la communauté monétaire. Les degrés de confiance, à condition qu'ils puissent être mesurés, peuvent, mais ne doivent pas, correspondre à la justification normative de la relation de confiance. La confiance peut ainsi masquer la dimension hiérarchique et institutionnelle du processus de production de la monnaie, et favoriser les notions de « foi » (Simmel), de « négligence bénigne » ou de « méconnaissance » (Aglietta & Cartelier), de sorte que l'on puisse croire que la monnaie existe de manière neutre. En ce sens, la monnaie et la confiance sont fondamentales pour la légitimité politique et la stabilité du système monétaire. Cependant, elles peuvent aussi avoir des caractéristiques « performatives » qui ne sont pas toujours « justifiées » ou « cohérentes ».

Dans les théories du crédit et de l'État, la confiance dans la monnaie découle donc du postulat selon lequel la monnaie est une relation socialement construite, qui est une relation créancier-débiteur. Elle requiert trois niveaux de confiance, qui définissent les conditions de la valeur, de l'acceptabilité et de la circulation de la monnaie. Le premier concerne l'arrangement institutionnel unique des interactions sociales dans les économies monétaires, où les groupes sociaux jouissent de divers degrés de crédibilité qui étayent leurs demandes de paiement, ce qui se traduit par des positions de liquidité et une acceptabilité inégale de leurs engagements monétaires. Les normes de solvabilité et la moralité de l'endettement déterminent l'offre et la demande de création de monnaie de crédit. Lorsque les institutions financières, les scores de crédit et les agences de notation évaluent la capacité de remboursement des débiteurs, le crédit peut ne pas être rationné selon les règles de l'offre et de la demande mais selon des critères socialement construits. La solvabilité et le risque de faillite fonctionnent donc à la fois comme une « exigence fonctionnelle » et un « impératif normatif ». Aglietta et Orléan appellent ce type de confiance « confiance méthodologique », qui ne diffère pas, d'un point de

vue descriptif, d'une relation de confiance horizontale que l'on pourrait trouver dans la tradition néoclassique. Cependant, ils reconnaissent son fondement social, qui n'est ni fonctionnel, ni collectivement bénéfique. Au contraire, elle met en évidence les avantages discriminatoires des institutions en faveur de certains segments de la société.

Dans les théories de l'Etat et du crédit de la monnaie, la confiance est un élément clé de la théorie. Les économistes de l'école française de l'institutionnalisme monétaire, en particulier, ont placé la confiance au centre de leurs théories, où elle est comprise comme ayant trois rôles conceptuels distincts, définis comme la confiance méthodique, hiérarchique et éthique. Bien que certaines ambiguïtés théoriques autour du concept de confiance subsistent, une compréhension commune de la plupart des chercheurs travaillant dans ce domaine est, premièrement, que la confiance monétaire n'est pas simplement interpersonnelle (horizontale) mais avant tout impersonnelle et hiérarchique (verticale). Si l'on considère la monnaie comme une forme de dette légitimée par l'État, la confiance est fondamentalement une question de relations sociales qui sont structurées institutionnellement et hiérarchiquement en fonction des différents niveaux de liquidité et d'applicabilité des obligations monétaires. Deuxièmement, en raison de ces intérêts contradictoires, la confiance dans la monnaie est une question de rendre ces hiérarchies socialement acceptables. Ce type de construction de la confiance peut prendre différentes formes.

Conclusion de la partie 2

L'accent est finalement mis sur la signification de la confiance pour les banquiers centraux, et sur la manière dont les théories économiques pourraient façonner leurs convictions. Les banquiers centraux européens ont largement mentionné la plupart des théories qui ont été évoquées ci-dessus. Cette étude permet de comprendre comment, lorsque la confiance monétaire est en question, les références aux relations de confiance interpersonnelles s'opposent aux théories qui considèrent la confiance du point de vue des institutions, ces dernières étant largement absentes des communications jusqu'à ce que Benoît Cœuré, peu de temps après avoir rejoint le conseil d'administration de la BCE, cite la théorie de la confiance institutionnelle de la monnaie de Michel Aglietta, en 2012. La prédominance des théories de la confiance interpersonnelle dans la monnaie s'explique finalement par la négligence bénigne dont elle est dotée du fait de l'insistance des banquiers centraux sur la neutralité de la monnaie. La monnaie reste néanmoins une unité de compte et un intermédiaire d'échange, qui n'affecterait pas l'équilibre économique. Dans cette optique, les banques n'ont pas d'autre rôle que de réguler la quantité de monnaie. D'où l'idée que la monnaie est une question de quantité et la confiance dans la monnaie une question d'acceptabilité. Après la crise, cette vision n'était plus tenable, et cette tendance est visible à travers la prévalence des théories de la confiance institutionnelle, qui ont dépassé les théories de la confiance interpersonnelle en 2018. Ce changement a coïncidé avec l'évolution de la politique monétaire de la BCE, qui est passée de la fixation des taux d'intérêt aux politiques non conventionnelles d'assouplissement quantitatif. La question de la confiance s'est déplacée des utilisateurs de la monnaie vers la relation entre les utilisateurs et l'émetteur. Cette tendance est mise en évidence grâce à la comparaison entre la confiance dans l'euro et la confiance dans la BCE, obtenue par l'Eurobaromètre. L'enquête montre que les niveaux de confiance sont inférieurs à ceux exprimés à l'égard de la Réserve fédérale des États-Unis. Avant la crise, la confiance se situait entre 20 et 30 % en moyenne, elle a chuté en 2008 et, même s'il y a eu une reprise, elle reste assez faible. Néanmoins, les études ne cherchent pas à déterminer ce que devrait être un niveau de confiance raisonnable, ni les conséquences d'un niveau de confiance faible ou élevé. La plupart des auteurs s'attachent à rechercher les « déterminants » responsables de l'évolution des niveaux de confiance. Les multiples déterminants analysés sont certainement pertinents, voire déterminants. Néanmoins,

les déterminants extérieurs à la relation de confiance compliquent la compréhension du rôle spécifique que joue la confiance dans cette relation. L'idée que les relations de confiance sont définies par un manque d'information semble éviter la théorie contradictoire selon laquelle plus d'information n'implique pas plus de confiance. Lorsque les citoyens ont été mieux informés des activités de la BCE et de son rôle dans la crise financière de 2008, ils ont commencé à se méfier de cette institution. Cela peut indiquer qu'avant la crise, la dimension institutionnelle de la confiance était confondue avec la dimension interpersonnelle. Après la crise, tout comme les banquiers ont reconnu leur position au sommet de la pyramide du système de crédit, le public a peut-être aussi pris conscience de sa propre position dans la hiérarchie monétaire.

3. Données empiriques de la BCE, la Bundesbank et la Banque de France

Comme il a été évoqué dans le dernier chapitre, la banque centrale est censée détenir l'autorité monétaire. Afin de maintenir cette autorité, susciter la confiance du public et obtenir de la légitimité est essentiel. Cette confiance est comprise comme l'absence d'information asymétrique entre les responsables de la politique monétaire et les agents économiques. De ce fait, la communication est au centre des préoccupations des banques centrales et de la politique monétaire. Des études montrent la relation étroite entre la communication de la banque centrale et les rendements des obligations d'État, tandis que d'autres analysent comment la communication de la banque centrale reflète les performances macroéconomiques des différents pays de la zone euro. Les preuves empiriques observent que les attentes en matière d'inflation et de croissance ont un impact positif sur le ton lorsque les attentes sont positives. Cela confirme la règle de Taylor sur les orientations *Hawkish* ou *Dovish* (bellicistes ou pacifistes) des décisions ayant trait à la politique de la banque centrale, qui impliquent, respectivement, une politique monétaire plus stricte et une politique monétaire plus accommodante. Bien que les ensembles de données des différentes études puissent varier, toutes identifient deux problèmes. Le premier concerne le choix du vocabulaire et la décision connexe de savoir ce qui exprime la positivité, la négativité ou la neutralité. Le second concerne le cadre de l'économie politique dans lequel s'inscrit la communication. Ces deux aspects sont liés dans la mesure où un ton positif, négatif ou neutre peut également dépendre de la personne avec laquelle la banque centrale communique, ou de ce que l'on entend exactement par « économie ». Par exemple, l'expression « forte inflation » peut être accueillie favorablement par un gouvernement dont le taux de chômage et le taux d'endettement sont élevés, alors qu'un gouvernement dont le taux de chômage est faible et le taux d'endettement faible la verrait d'un mauvais œil. En outre, la communication des banques centrales dans la zone euro est encore compliquée par le fait que le conseil des gouverneurs est composé de 19 gouverneurs nommés par les 19 banques centrales nationales différentes ; ils peuvent voter au conseil des gouverneurs et ils peuvent ainsi être en désaccord les uns avec les autres. Pour résoudre ce problème, les publics visés sont distingués et le lexique est adapté en fonction des cibles, en prenant également en compte les discours en langue nationale, appelés « à domicile », plutôt que les seuls discours en anglais, appelés « à l'étranger ». Cette étude utilise quatre lexiques différents qui tiennent compte des différences linguistiques spécifiques et des diverses évaluations de la signification des termes « positif » et « négatif » face à des publics différents. L'ensemble des données comprend les discours de la BCE, mais aussi les discours et les interviews des gouverneurs des banques centrales allemande et française afin d'examiner si les politiques monétaires nationales diffèrent de la politique européenne en termes de communication. L'étude part du principe que la communication des banques centrales ne se fait pas dans le vide et que l'incohérence temporelle ne s'applique pas seulement aux gouvernements et au cycle électoral, mais aussi à la politique et au cycle financiers.

Aperçu de la base de données et méthodologie empirique

La base de données de cette étude rassemble 21 ans de documents publics provenant de trois banques centrales : la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque de France et la Bundesbank, par le biais de divers outils de *web scraping* et de documents numérisés provenant des archives des banques. La Banque Centrale Européenne a mis à disposition tous les discours depuis 2019 et les interviews depuis 2004. Depuis 2015, en outre, la BCE rend publics les procès-verbaux des réunions du conseil général. Toutefois, cette transparence n'est pas complète car les votes individuels et les discours directs sont omis. En raison de l'absence de transcriptions précises, les procès-verbaux sont ignorés dans cette étude. La Banque de France a mis à disposition toutes les interventions depuis 2015. Des discours et des entretiens plus anciens peuvent être trouvés dans les archives physiques et sur Internet, mais ces dernières ne datent que de 2008. Quant aux archives physiques, elles remontent à 1997, mais certaines semblent incomplètes. Les données de la Bundesbank peuvent être trouvées en ligne, avec des discours allant jusqu'à 2005. Depuis 1957, tous les entretiens sont publiés sur papier sous la forme d'un bulletin d'information, conservé à la Universitätsbibliothek Trier. La Banque de France et la Bundesbank ne publient pas les procès-verbaux des réunions du conseil d'administration. Les sources les plus courantes pour évaluer le point de vue des décideurs sont les documents publics, même si des études de terrain comprenant des conversations privées et des témoignages de première main peuvent fournir des données supplémentaires. La présence de rédacteurs de discours, la censure ou le langage codé sont certainement des points à noter. En outre, par rapport aux discours, les entretiens peuvent être moins scénarisés. Toutefois, cette étude montre que le ton moyen entre les deux diffère très peu. L'ensemble des données contient 3071 documents, dont la majorité provient de la BCE, suivie par la Bundesbank et enfin par la Banque de France.

Mesurer le ton des discours

La première étape de l'étude a consisté à effectuer une analyse textuelle standard en convertissant les mots de toutes les interventions en minuscules, en supprimant les chiffres et la ponctuation, en utilisant un algorithme de racinisation de Porter pour réduire les mots à leur racine, puis en utilisant un algorithme de détection automatique de langue pour différencier les communications en allemand, en français et en anglais, et en supprimant les mots vides (par exemple « the ») pour chaque langue. Ensuite, quatre dictionnaires différents ont été créés, chacun représentant un groupe d'audience différent. Sur la base de dictionnaires standardisés qui classent certains mots comme négatifs, positifs ou neutres, les communications des banques centrales ont été analysées textuellement afin de comprendre la prédominance des mots positifs, négatifs ou neutres dans un texte. Des combinaisons d'adjectifs et de noms ont été incluses dans l'analyse, ainsi que des n-grammes sélectionnés manuellement qui sont pertinents pour chaque catégorie d'audience. Les bigrammes dénués de sens ont été supprimés.

Un autre problème méthodologique provient de l'attribution standardisée dans la littérature de mots positifs aux discours bellicistes et de mots négatifs aux discours pacifistes. En effet, on considère généralement que les pacifistes sont en faveur d'une « croissance plus rapide » et d'une « augmentation de l'emploi », tandis que les bellicistes mettent en avant une politique monétaire « plus stricte ». Toutefois, ce concept peut ne pas être valable lorsque le ton est censé refléter la politique monétaire visée. En outre, le paradigme des bellicistes et des pacifistes ne tient pas compte du fait que les décideurs et les agents économiques connaissent les règles de politique économique et les moyens utilisés pour les atteindre. La tension entre les attentes du marché et les résultats du marché ne pourrait pas coexister avec une transparence

totale. Dans la plupart des études, cependant, l'aspect du public et de ses attentes n'est pas pris en compte. Cette étude n'omet pas le système de pression économique et politique auquel est soumise la nature institutionnelle de la BCE. Le rôle impartial des banques centrales est souvent remis en question dans la littérature d'économie politique et de sociologie économique, où l'indépendance de la banque centrale ne résout pas mais absorbe les intérêts de groupes concurrents, et la crédibilité est fournie par l'efficacité de la banque centrale à se plier à ses électeurs. Ici, une plus grande place est accordée aux luttes politiques qui sous-tendent les relations de confiance monétaire.

Afin de prendre en compte les groupes d'intérêt, dans cette étude, trois dictionnaires différents ont été créés correspondant à des publics économiques distincts et conflictuels. Ces publics spécifiques sont les *super insiders* (les initiés avec le plus haut degré de familiarité avec les marchés financiers) ; *monetary insiders* (les parties prenantes du secteur non financier de l'économie ayant de fait une connaissance précise de celui-ci, gouvernement et industrie) ; et les *monetary outsiders*, (les agents externes, les ménages, les petites entreprises). La conduite de la politique monétaire est négociée entre la BCE et les *super insiders*, donc ce dictionnaire comprend principalement des termes financiers. La transmission de la politique monétaire, en ce qui concerne les attentes privées et publiques, est négociée entre la BCE et les *insiders*. Son dictionnaire se concentre alors sur les gouvernements et l'industrie. La tâche de gouverner les *outsiders* est définie par la confiance dans la monnaie utilisée, dans le système bancaire qui l'émet et dans les banques centrales qui la soutiennent, et donc, dans le plus large dictionnaire. Enfin, un dictionnaire de la confiance s'adressant à tous les publics est inclus. Le duo belliciste-pacifiste est développé pour ces dictionnaires comme étant respectivement « accommodant » ou « restrictif », « expansionniste » ou « contractif », « inclusif » ou « exclusif » et « générateur de confiance » ou « destructeur de confiance ».

Pour quantifier le ton de chaque texte, l'utilisation standard de l'approche linguistique automatisée des textes compte le nombre de mots positifs ou négatifs et mesure la valeur générale de chaque discours entre -1 et +1, avec un total de 871 observations. En moyenne, les communications contiennent plus de notes de tonalité positive que négative lorsque les dictionnaires sont combinés dans tous les domaines. Cependant, le ton des différents publics n'est pas le même pour tous les groupes. Typiquement, le ton adressé aux *super insiders* est contractuel, tandis que celui adressé aux *insiders* et aux *outsiders* est respectivement accommodant et inclusif dans la zone euro, en Allemagne et en France. Cela confirme le fait que les banquiers centraux sont confrontés à un défi de communication dans la gestion des différents groupes d'intérêt. Des différences significatives entre les pays ne sont enregistrées que dans le dictionnaire de la confiance, les banquiers allemands utilisant un ton qui brise la confiance et les Français un ton qui la renforce. On observe également qu'avec l'effondrement des taux d'intérêt après 2014, alors que la politique monétaire est passée de la gestion des taux d'intérêt à l'utilisation du bilan comme outil de politique monétaire, les communications semblent avoir suivi le mouvement. Le ton général, cependant, a encore suivi le taux d'intérêt jusqu'en 2014. Par la suite, le principal outil de gestion des attentes est l'« orientation prospective » (« *forward guidance* »), qui décrit la communication des intentions de politique à long terme, dans le but de persuader les banques et les marchés que la normalisation des taux d'intérêt se fera progressivement. Cependant, l'utilisation du bilan comme instrument de politique monétaire se traduit par des actifs plus risqués. Par exemple, les achats d'obligations d'État ont étendu la domination monétaire de la BCE à une domination fiscale, les autorités nationales étant poussées à y adhérer pour maintenir le programme d'achat d'obligations. Des questions ont été soulevées pour savoir si les fonctions de la BCE atteignent la limite acceptable pour un organe non élu au sein d'une société démocratique. Cette « nouvelle politique

monétaire », avec ses tentatives de gérer les attentes des marchés financiers en vantant les effets de l'assouplissement quantitatif sur le marché et ses avertissements aux gouvernements pour qu'ils mettent de l'ordre dans leurs affaires, a fondamentalement modifié la politique de confiance monétaire et la légitimité de la banque centrale, empêchant cette dernière de parler d'une « seule voix » ou à « un public ». Enfin, il a été observé qu'en règle générale, les écarts d'inflation et de production sont plus négatifs ; et que les scores uniques sont plus positifs que négatifs, conformément à une politique monétaire anticyclique selon la règle de Taylor.

Méthodologie économétrique

L'approche de l'analyse des données empiriques textuelles vise à extraire les fréquences de mots qui révèlent et sont en corrélation avec les préférences et les décisions de politique monétaire. Le calcul s'appuie sur la trace de Pillai pour vérifier la robustesse des estimations en présence d'hétéroscédasticité, de non-normalité et de moyenne nulle des résidus du modèle,

$$f(\text{tone}^{GC}_{j,i,t}) = \beta(D(\pi_{i,t} - \pi_{i,t+12})) + \theta(D(Y_{i,t} - Y_{i,t+12})) + \gamma(D(P_{i,t})) + \delta(D(\text{tone}^{NBM}_t)) + \rho(D(EB_t)) + \varepsilon$$

Où j est le dictionnaire employé pour le décompte des mots, i est le banquier central, t est le moment de la communication. D est un régresseur fictif indiquant si le banquier central s'exprime dans sa langue maternelle. La variable macroéconomique $\pi_{i,t} - \pi_{i,t+12}$ représente les écarts d'inflation, telle que la différence trimestrielle entre l'inflation réalisée et celle prévue. $Y_{i,t} - Y_{i,t+12}$ représentent les écarts de production, telle que la différence trimestrielle entre production réalisée (PIB réel) et prévision de production. Les variables du marché financier $P_{i,t}$ représentent les indices de prix, calculés sur les prix des actions ordinaires des sociétés négociées sur les bourses nationales. Les contentions souples (*soft restraints*) tone^{NBM}_t et EB_t indiquent respectivement le ton j moyen des membres du conseil national et les signaux de confiance nets annuels calculés par l'enquête de confiance Eurobaromètre. Grâce à la manipulation algébrique, cela devient :

$$f(\text{tone}^{GC}_{j,i,t}) = D(\beta \pi_{i,t} + \theta y_{i,t} + \gamma P_{i,t} + \delta \text{tone}^{NBM}_t + \rho EB_t) + \varepsilon$$

Le facteur commun D interagit avec les paramètres Beta, Thêta, Gamma, Delta et Rho pour montrer des coefficients différentiels selon les trois catégories Allemagne, France et zone euro.

Résultats empiriques

Une première observation générale des résultats des équations est que des différences de ton entre le niveau européen (« à l'étranger ») et la France et l'Allemagne (« à domicile ») peuvent être observées dans tous les dictionnaires, bien que les différences changent en fonction des variables indépendantes. En outre, les communications à domicile sont similaires dans les deux pays, sauf pour les dictionnaires « étranger » et « confiance ». Ces deux observations soutiennent l'hypothèse selon laquelle les banquiers centraux rencontrent des difficultés à aligner les intérêts nationaux sur les intérêts européens et à consolider l'intérêt de leurs différents publics.

Les discours à domicile et à l'étranger

Lorsque les membres du CA (conseil d'administration) s'adressent aux acteurs des marchés financiers en anglais, un ton légèrement plus accommodant est adopté lorsque l'inflation réelle dépasse l'inflation attendue dans la zone euro. Dans la communication des pays

d'origine, le ton est encore plus accommodant, surtout en français. Les coefficients pour les écarts de production suivent une tendance similaire, à l'exception d'un ton plus restrictif adopté en Europe lorsque l'écart de production dépasse les attentes. Les communications adressées aux acteurs des marchés financiers à l'étranger et concernant l'évolution de l'indice des cours des actions européennes présentent également une corrélation positive, ainsi qu'en Allemagne. Au contraire, les banquiers centraux français adoptent un ton plus restrictif. Enfin, les communications à l'étranger sont positivement corrélées au niveau de confiance, alors qu'au niveau national, lorsque le niveau de confiance général diminue, un ton plus accommodant est adopté. Ainsi, on peut dire que pour chaque variation unitaire positive de l'inflation et des écarts de production, les combinaisons de mots du contenu de la communication concernant principalement les acteurs du marché financier sont accommodants et l'inverse est tout autant admissible. De plus, l'indicateur du marché financier n'est pas « à contre-courant », car le ton est positivement corrélé aux variations de la capitalisation boursière du panier d'actions, la France exclue. Un ton accommodant est cohérent non seulement en cas d'inflation inférieure à l'objectif et de croissance économique modeste, mais aussi en cas d'inflation en hausse et de croissance accélérée. Toutefois, cela ne signifie pas que les banquiers centraux sont des observateurs neutres. Les coefficients positifs suggèrent une vision pour laquelle la transmission de la politique monétaire à la demande globale via les anticipations peut être réalisée par le biais du crédit bancaire et, lorsque la politique de baisse du taux d'intérêt n'a pas l'effet désiré, le ton accommodant semble refléter la tentative de la BCE d'exercer une influence sur le secteur financier par le biais de la signalisation.

En ce qui concerne les communications à l'étranger et dans le pays, la différence de ton n'est que dans l'ampleur. Les différences entre la France et l'Allemagne peuvent être observées dans le ton entre les membres du Conseil général et les membres des conseils nationaux de la Banque de France et de la Bundesbank. Le ton des membres du conseil d'administration dans leur pays est positivement corrélé à celui du conseil général, tandis qu'à l'étranger, ils adoptent un ton plus restrictif. Cela peut être une indication de la réputation de la Bundesbank de favoriser une politique monétaire plus restrictive. Le ton des banquiers centraux français est plus cohérent, les membres du conseil d'administration de la Banque de France suivant les coefficients négatifs des membres du conseil général. Comme pour les communications destinées aux *insiders*, les membres du conseil général adoptent un ton expansionniste lorsque l'inflation réalisée dépasse l'inflation attendue dans la zone euro, comme pour les écarts de production positifs. Cependant, cette corrélation positive ne se vérifie pas pour les communications à l'intérieur de la zone euro - à l'exception de l'écart d'inflation -, ce qui témoigne d'un biais domestique plus important. En outre, le ton de contraction au niveau national est en contradiction avec les résultats concernant les *super insiders*. Le ton expansionniste pour l'objectif d'inflation s'effondre pour les écarts de production nationaux et l'indicateur des marchés financiers lorsque les banques centrales communiquent avec les *insiders*, en particulier pour la France, dont le ton de contraction peut être une indication de la volonté des banquiers centraux français de tolérer les anticipations d'inflation. Pour les banquiers centraux allemands qui s'expriment dans leur pays, le ton de contraction peut être le signe d'une vision nationale encourageant une politique monétaire et budgétaire de contraction, indépendamment de l'écart de production. L'impact déflationniste de ces politiques peut expliquer la corrélation positive avec l'écart d'inflation. Le ton pour les personnes extérieures au pays suit celui des personnes intérieures, avec des magnitudes sensiblement plus élevées indiquant peut-être moins de modération lorsqu'on s'adresse au grand public. Le ton « exclusif » pour les coefficients européens et allemands suggère que les banquiers centraux parlent davantage de troubles et d'exploits sociaux lorsque l'inflation réalisée dépasse les prévisions, sauf en Allemagne.

Une explication pourrait être fournie par l'impossibilité d'atteindre l'objectif d'inflation, d'entériner les réformes structurelles et la discipline budgétaire (le triple dilemme de la BCE) comme un tout. Dans un environnement déflationniste, en effet, les banquiers centraux doivent relever le défi de maintenir la cohésion sociale avec un ton plus inclusif tout en prenant acte des politiques d'austérité impopulaires et potentiellement destructrices avec un ton exclusif. Pour comprendre le dictionnaire de la confiance, un concept de la confiance qui examine le problème de la confiance non pas du point de vue de la correspondance entre les mots et les vœux mais du point de vue institutionnel pourrait être mieux étoffé. La nécessité du discours sur la confiance est donc rendue par l'incapacité des banquiers centraux à communiquer de manière uniforme et à un seul public. Il est à noter que les coefficients du discours de confiance au niveau européen sont corrélés négativement pour toutes les variables. Alors même que l'inflation réalisée et la production dépassent les prévisions, que le cours des actions augmente et que l'enquête de confiance est positive, les annales des discours sur la confiance enregistrent un manque de confiance. Cela peut indiquer des points de vue contradictoires sur les politiques de la BCE, ainsi que le renforcement et le rétablissement de la confiance lorsque les indicateurs réalisés sont inférieurs aux prévisions, en particulier en France. En revanche, dans les données allemandes, le coefficient de confiance est positivement corrélé à l'écart d'inflation, ce qui confirme que la confiance est régie par l'aversion de l'Allemagne pour l'inflation. En conclusion, les résultats empiriques soutiennent l'hypothèse selon laquelle les banquiers centraux français et allemands rencontrent des difficultés à coordonner leur ton dans leur pays et à l'étranger et lorsqu'ils s'adressent à des publics différents. Les traditions économiques distinctes sont perceptibles dans les différents tons concernant les écarts d'inflation, avec un ton plus accommodant en France, ainsi qu'entre les publics, et avec un ton plus accommodant envers les participants à la fabrication qu'envers les *insiders* et les *outsiders* en Allemagne.

Les discours et les interviews avant et après la Crise de 2008

Un modèle avec tous les discours et interviews allemands et français combinés et les données européennes comme variables indépendantes a été créé. Il montre un changement de ton des interventions données avant et après la crise pour tous les coefficients des *super insiders*, des *insiders* et de la confiance, mais pas pour les *outsiders*. Avec les *super insiders* et les *insiders*, avant la crise, les banquiers centraux adoptaient, respectivement, un ton plus restrictif et expansionniste lorsque l'inflation réalisée dépassait la prévision et un ton plus accommodant et contractif dans le cas contraire. Ces résultats correspondent également au dictionnaire de la confiance, avec des cas de « rupture de confiance » et de « renforcement de la confiance ». Un autre chiffre clé est la corrélation négative pour les tonalités des indicateurs du marché financier entre les dictionnaires, ce qui pourrait témoigner d'un ton plus vigilant envers les participants au marché avant la crise. Les scores de tonalité des membres du conseil national et du conseil général sont positivement corrélés, ce qui pourrait suggérer une harmonie entre les banques centrales nationales et européennes. Après la crise, les corrélations des coefficients changent pour tous les dictionnaires, à l'exception de celui des *outsiders*, affichant un ton plus positif même si l'écart d'inflation dépasse les prévisions. Cela confirme l'hypothèse selon laquelle les banquiers centraux ont modifié leur cadre de politique, passant d'un ciblage de l'inflation selon la règle de Taylor à une orientation prospective et à une stratégie qui utilise le bilan comme outil de politique monétaire, ce qui a eu pour effet de stimuler les marchés financiers même lorsque l'inflation dépassait les prévisions. Pour les *outsiders*, le ton reste inchangé avant et après la crise, mais montre tout de même une contradiction avec les autres dictionnaires destinés à d'autres publics.

Conclusion de la partie 3

Ce chapitre s'est appuyé sur le champ d'étude croissant de la communication des banques centrales en analysant le ton des discours et des interviews des banquiers centraux français et allemands par rapport à différents publics. Dans cette optique, cette étude a mis à disposition une nouvelle base de données qui comprend tous les discours et interviews de la Banque de France, de la Bundesbank et de la BCE de 1999 à 2019. La justification théorique de l'analyse repose sur les idées de l'économie institutionnelle et de la sociologie économique, où l'indépendance des banques centrales est remise en question au motif que les autorités monétaires sont toujours intégrées dans un système plus large d'institutions sociales et politiques. Les banquiers centraux ne communiquent donc pas dans le vide, en dépit d'aspirations bien intentionnées, mais sont confrontés à différents groupes d'intérêts économiques qui se disputent les décisions de politique monétaire. Dans ce cadre d'analyse, la banque centrale est confrontée à un défi de communication pour gouverner les différentes composantes économiques de sa juridiction. Pour la BCE, ce problème est exacerbé par le fait qu'aux intérêts des différents groupes économiques peuvent s'ajouter les intérêts divergents des États membres. Afin de tester empiriquement les implications politiques et financières de ce défi communicatif, l'utilisation standard d'un seul dictionnaire a été étendue pour les études d'analyse de texte à quatre dictionnaires différents - un pour chaque groupe d'intérêt économique et un dictionnaire de confiance supplémentaire, qui est supposé compter pour tous les publics. Les trois groupes d'intérêt sont séparés en fonction de leur position dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, et sont définis comme des *super insiders* (marchés financiers), des *insiders* (gouvernements et entreprises) et des *outsiders* (ménages).

Conclusion générale

Une comparaison des idées de ces théories par rapport aux théories anglo-saxonnes contemporaines du crédit et de l'état de la monnaie, ainsi qu'aux traditions sociologiques et anthropologiques dont ces théories sont le point de départ, a montré qu'une compréhension hiérarchique de la confiance monétaire fournit une base plus adéquate au sujet. Bien que certaines ambiguïtés théoriques autour du concept de confiance demeurent, une compréhension commune de la plupart des chercheurs travaillant dans ce domaine s'est développée autour de l'hypothèse selon laquelle les relations créancier-débiteur, qui sous-tendent les relations monétaires, ne sont pas fonctionnelles mais impliquent des intérêts concurrents entre les groupes sociaux au sein des hiérarchies monétaires. Cette étude espère avoir contribué à ce champ de recherche en créant tout d'abord une nouvelle base de données de 21 ans de discours et d'interviews de la Banque de France, de la Bundesbank et de la BCE (1999- 2019), en concevant une nouvelle méthode d'analyse des communications prenant en compte différents publics puis en fournissant des données empiriques visant à montrer que la politique monétaire n'est pas neutre, c'est-à-dire que les communications sont biaisées en faveur de certains groupes économiques par rapport à d'autres. Les résultats de cette analyse fournissent des conclusions intéressantes, notamment en ce qui concerne les différentes cultures de politique monétaire entre la France et l'Allemagne, ainsi qu'une confirmation préalable de l'hypothèse selon laquelle les communications des banques centrales opèrent une distinction entre les groupes d'audience selon la taxinomie hiérarchique hypothétique.