



HAL
open science

Les modes de régulation de la monnaie bancaire : l'exemple de la France au XXe siècle

Augustin Sersiron

► **To cite this version:**

Augustin Sersiron. Les modes de régulation de la monnaie bancaire : l'exemple de la France au XXe siècle. 2024. hal-04601440

HAL Id: hal-04601440

<https://hal.science/hal-04601440>

Preprint submitted on 5 Jun 2024

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

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



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0
International License

Les modes de régulation de la monnaie bancaire : l'exemple de la France depuis 1918

Revenant sur l'instabilité intrinsèque de la monnaie bancaire, dont nous montrons qu'elle se caractérise par son encastrement dans le marché de la dette qui en fait une forme proprement capitaliste de monnaie, nous construisons le problème théorique de sa reproduction et montrons que seuls les équilibres institutionnels d'un mode de régulation peuvent y répondre provisoirement, jusqu'à ce que ses contradictions internes l'emportent. L'étude du cas français au XX^e siècle fournit ensuite un cas d'application de cette approche institutionnaliste de la monnaie endogène, qui permet de discuter la confiance des circuitistes dans ce mode capitaliste d'émission.

I/ L'encastrement de la création monétaire dans le marché de la dette

1) Les contradictions d'une monnaie capitaliste mise en circulation par des prêts

La monnaie bancaire, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire ou aujourd'hui essentiellement scripturale créée par les banques *via* l'octroi de crédits ou l'achat de titres financiers, est une construction institutionnelle moderne qui a historiquement permis d'émanciper la création monétaire de son ancrage plurimillénaire dans le métal précieux, mais au prix de ce qu'il convient d'appeler son « encastrement » dans la dette¹. En effet, dans ce mode d'émission, la création d'une unité de monnaie supplémentaire exige comme contrepartie une créance de même montant, dont l'extinction vaut destruction monétaire. L'existence même de la monnaie est donc conditionnée à celle de la dette – ce qui n'était pas le cas dans la forme institutionnelle précédente de la monnaie, à savoir les pièces de métal précieux, dont la création et la mise en circulation ne nécessitait la formation d'aucune dette. Il y a là une première contradiction de la monnaie bancaire : l'augmentation du patrimoine de l'agent qui bénéficie de la création monétaire s'accompagne d'emblée d'une augmentation de son passif pour un montant équivalent², alors même que l'argent emprunté n'est pas retiré (fut-ce provisoirement) à qui

¹ Voir Augustin Sersiron, *Monnaie et dette. Désencastrement la création monétaire du marché du crédit*, thèse de doctorat soutenue à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2021, dont cet article se veut être une synthèse.

² Sauf dans le cas où la banque crée la monnaie pour acheter un titre financier sur le marché secondaire : il s'agit la plupart du temps d'un titre de dette (obligataire), mais celui-ci préexiste et aucune nouvelle dette ne se forme.

que ce soit comme dans un prêt d'épargne, mais bel et bien créé *ex nihilo*. En termes spinozistes³, nous dirions que l'affect joyeux de l'accès à la liquidité, qui augmente la puissance d'agir de l'individu dans le monde marchand (son pouvoir d'achat), est encastré dans l'affect triste de la contrainte de remboursement, qui réduit au contraire son pouvoir d'agir en limitant ses options. A l'échelle macroéconomique, toute augmentation de la masse monétaire résultant d'une politique expansionniste (tout création nette d'affects joyeux censés permettre de relancer la demande et d'augmenter la puissance d'agir du corps social dans son ensemble à mesure qu'ils parcourent le circuit économique) se fait en contrepartie d'une hausse du fardeau d'endettement qui pèse sur la société (affects tristes qui restreignent la puissance de la multitude, l'enchaînant aux créanciers qui s'en assurent ainsi la capture institutionnelle).

Non seulement la monnaie bancaire est mise en circulation par des prêts, de sorte que la banque détient une créance sur l'emprunteur⁴, mais en outre elle prend elle-même la forme d'un dépôt à vue, c'est-à-dire d'une créance du déposant sur la banque : l'encaisse n'est plus un actif valant par lui-même par référence à la quantité de métal précieux qu'il contient, mais devient le passif d'un autre agent, la banque, ne valant dès lors que par la capacité de celle-ci à honorer sa dette... capacité qui repose elle-même sur la solidité des créances que la banque détient à son actif, autrement dit de la solvabilité de ses propres débiteurs. Il y a là une deuxième contradiction fondamentale de la monnaie bancaire : la confiance collective, communautaire, au fondement de l'institution monétaire qui unit l'ensemble des agents, se voit encastrée dans la confiance bilatérale, inter-individuelle, au fondement du contrat d'endettement qui unit le créancier au débiteur. Ce double encastrement dans la dette (la monnaie bancaire est une *créance* sur la banque, mise en circulation par un *prêt* au client) est source d'une grande fragilité intrinsèque de la monnaie bancaire, la faillite des emprunteurs pouvant entraîner celle de la banque, et donc la disparition pure et simple des dépôts à vue n'existant que sous forme scripturale dans ses livres de compte : un jeu d'écriture au passif d'un bilan qui cesse d'exister dès lors que la banque fait faillite.

Cette faillite peut venir d'un risque de solvabilité mais aussi, en régime de réserves fractionnaires, d'un simple risque de liquidité, puisque la banque ne couvre qu'une partie ses dépôts à vue par des réserves de monnaie centrale (pièces et billets pour les retraits et, pour les paiements interbancaires, réserves scripturales dans le compte de la banque auprès de la banque centrale), conservant le reste sous forme de créances et de titres imparfaitement liquides. Dès lors, la défiance

³ Voir Frédéric Lordon, *La Société des affects. Pour un structuralisme des passions*, Paris, Seuil, 2013.

⁴ La création monétaire peut certes passer par achat de titre plutôt que par un crédit classique, mais si elle achète une obligation, la banque devient bien créancière d'un débiteur (ou actionnaire dans le cas d'un achat d'action). Si elle achète le titre sur le marché primaire, c'est comme si elle prêtait l'argent à l'emprunteur qui l'émet ; si elle l'achète sur le marché secondaire, elle se substitue au créancier initial.

peut même être performative dans le cas des paniques bancaires (*bank runs*) : le moindre doute sur la capacité de la banque à honorer les retraits de liquide, même partie d'une rumeur infondée comme dans la célèbre scène du film *Mary Poppins* (1964), suffit à créer une ruée au guichet qui l'accule à la faillite. Certes, en cas de besoin, la banque espère pouvoir liquider rapidement son portefeuille d'actifs sur le marché, mais cette opération n'est jamais immédiate et expose à un risque de cours : en cas de vente en catastrophe, la banque est susceptible de faire d'importantes moins-values. C'est ce qui est arrivé en mars 2023 à la Silicon Valley Bank, seizième plus grande banque américaine, qui avait pourtant placé ses avoirs dans des actifs sûrs : pour faire face à son besoin de liquidités, elle en fut réduite à vendre pour 21 milliards de dollars de titres (obligations et bons du Trésor américain) en réalisant une moins-value de 1,8 milliard de dollars du fait de la hausse des taux et de l'effet balançoire⁵. Malgré l'annonce d'une augmentation de capital de 2,25 milliards et de la souscription d'un crédit de 15 milliards de dollars⁶, la banque voit le 9 mars les demandes de retrait des déposants atteindre les 42 milliards de dollars⁷, et s'avère incapable d'y faire face, ce qui conduit à la fermeture administrative de l'établissement et à la suspension de la cotation de ses actifs. 90 % des dépôts de la SVB dépassaient la limite des 250 000 \$ garantis par la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) : sans reprenneur, ils auraient cessé d'exister. Cet exemple montre que le vieux problème des *bank runs* est toujours d'actualité, puisque la monnaie bancaire repose sur un fragile château de carte de créances, encastrant la confiance collective qui fonde l'institution dans la confiance bilatérale que les déposants accordent à leur banque, à ses débiteurs et à la solidité du cours de ses actifs.

A cette contradiction s'en ajoute une autre. Chaque agent du monde marchand accepte la monnaie comme moyen de paiement parce qu'il croit que tout autre en fera autant plus tard, pour la même raison, ce qui, par régression, implique un horizon indéfini des échanges. Ainsi que l'écrivait Marx : « Chaque marchandise [...] à son premier pas dans la circulation, en disparaît pour être remplacé par d'autres. L'argent, au contraire, en tant que moyen d'échange, habite toujours la sphère de la circulation et s'y promène sans cesse. »⁸ Or la monnaie bancaire, encastrée dans la dette, est chronolimitée : en effet, au contraire d'une pièce d'or mise en circulation hors dette, qui pouvait

⁵ Arnaud Leparmentier, « Une banque au bord du gouffre fait trembler le secteur financier américain », *Le Monde*, 10 mars 2023 (https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/03/10/piegee-par-la-hausse-des-taux-la-silicon-valley-bank-au-bord-du-gouffre_6164888_3234.html, consulté le 22/05/2024).

⁶ Erin Griffith et Rob Copeland, « Silicon Valley Bank's Financial Stability Worries Investors », *The New York Times*, 9 mars 2023 (<https://www.nytimes.com/2023/03/09/business/silicon-valley-bank-investors-worry.html>, consulté le 22/05/2024).

⁷ Rachel Cotte, « Comprendre la tempête provoquée par la chute de SVB en 7 points », *Les Échos*, 14 mars 2023.

⁸ Karl Marx, *Le Capital*, Livre 1 (1867), Paris, Gallimard, 2010 (1963 et 1968), p. 204. De même, p. 200 : « La circulation ne s'éteint pas [...] dans le changement de place ou de mains des produits. L'argent ne disparaît point, bien qu'il s'élimine à la fin de chaque série de métamorphose d'une marchandise. Il se précipite toujours sur le joint de la circulation qui a été évacué par la marchandise. [...] quand la marchandise d'un échangiste remplace celle d'un autre, l'argent reste toujours aux doigts d'un troisième. La circulation sue l'argent par tous les pores. »

théoriquement circuler éternellement, une somme d'argent créée par un crédit (ou par l'achat d'un titre) ne dure que tant que la dette qui en est la contrepartie n'a pas atteint son terme, puisque le remboursement vaudra alors destruction monétaire. Autrement dit, la forme institutionnelle que le mode bancaire d'émission confère à la monnaie implique qu'elle ait une durée de vie limitée, alors même que rien dans la nature de la monnaie n'exige une telle périssabilité, qui apparaît dès lors comme une pure construction historique contingente, plutôt qu'une nécessité logique déductible du concept-même de monnaie.

D'un point de vue empirique, il suffit pour s'en convaincre d'observer le fait historique des monnaies métalliques, dépourvues de date de péremption intrinsèque (même si l'usure du métal ou les réformes monétaires finissaient par mettre un terme à leur circulation un jour ou l'autre) ; mais il en va de même sur le plan purement théorique : rappelons qu'il est possible de construire un concept de monnaie comme étalon de valeur et moyen de circulation sans référence à la notion de dette, ainsi que le font, par une approche institutionnaliste que nous faisons nôtre, Frédéric Lordon et André Orléan dans « Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* »⁹. C'est du reste déjà ainsi que procédait Karl Marx au Chapitre 3 du Livre I du *Capital*, en partant de l'or par simplification, et en précisant plus loin que son remplacement par des jetons d'argent ou de cuivre dont la valeur n'a plus rien à voir avec le poids de métal, ou même du papier-monnaie à cours forcé, ne change rien à la capacité de ces formes de monnaie à remplir ces mêmes fonctions¹⁰. La monnaie de crédit lui apparaissait en revanche comme une construction institutionnelle logiquement ultérieure (*ibid.*) : « [Le papier-monnaie d'Etat avec cours forcé] naît spontanément de la circulation métallique. La monnaie de crédit, au contraire, suppose un ensemble de conditions qui, du point de vue de la circulation simple des marchandises, nous sont encore inconnues. » Que peut-on en déduire ? Que la monnaie bancaire est moins destinée à fonder l'économie de marché, qui supposerait pour chaque unité en circulation une durée de vie illimitée (adaptée à l'horizon indéfini des échanges qui caractérise toute société marchande), qu'à satisfaire aux réquisits de l'accumulation du capital, car c'est son encastrement dans un rapport social capitaliste qui lui assigne une borne temporelle.

En effet, la monnaie encadrée dans la dette est une forme proprement capitaliste de monnaie, puisqu'elle se fonde sur la monétisation du capital : étant émis en contrepartie d'une créance, c'est-à-dire de la promesse d'un flux de revenu futur (un capital), l'argent créé doit créer de l'argent – ce qui implique d'ailleurs une nouvelle contradiction, puisque la masse monétaire existante correspond à un

⁹ Frédéric Lordon et André Orléan, « Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* », in Yves Citton et Frédéric Lordon (dir.), *Spinoza et les sciences sociales. De la puissance de la multitude à l'économie des affects*, Paris, Éditions Amsterdam, 2008, p. 127 à 170.

¹⁰ Karl Marx, *Le Capital*, Livre 1, *op. cit.*, p. 216.

montant de dette qui doit être remboursé avec intérêt, ce qui suppose une théoriquement une augmentation de la masse monétaire, générant elle-même une nouvelle dette et de nouveaux intérêts, selon un processus cumulatif. Il faut créer toujours plus d'agent.

Ce mode d'émission capitaliste est donc adapté au mode de production capitaliste, et son essor a accompagné le développement industriel au XIX^e siècle – et son instabilité : rappelons par exemple que la Longue Dépression de 1873-1896 démarre par la crise bancaire puis financière de 1873 qui, née à Vienne, se propage à Berlin et Paris, puis à New-York, et gagne vite la sphère industrielle (la sidérurgie européenne et les chemins de fer américains). A l'extrême fin du XIX^e siècle¹¹, l'économiste suédois Knut Wicksell comprend que cette instabilité est intrinsèque à la monnaie bancaire qui, créée *ex nihilo* en contrepartie de créances, peut faire l'objet de sur- ou de sous-émissions selon ce qu'il nomme un « processus cumulatif » qu'aucun mécanisme autorégulateur ne vient stopper.

Sur un marché des fonds prêtables confrontant l'offre d'épargne à la demande d'investissement, la libre variation du taux d'intérêt constitue théoriquement un mécanisme de marché contracyclique adaptant le montant des investissements au volume d'épargne disponible¹² ; mais rien ne vient adapter la masse monétaire aux besoins de l'économie dès lors que celle-ci peut être créée *ex nihilo*, et puisque ces émissions passent par le marché du crédit, les variations du taux d'intérêt ne reflètent plus celles de l'offre d'épargne. Comme le souligne Robert Boyer, « Wicksell théorisait [...] le passage d'une monnaie à base métallique à un système de crédit »¹³ qui s'avère intrinsèquement instable : « Du fait de la relative autonomie de gestion des banques, les pressions à l'ajustement ne sont qu'indirectes et ne font sentir leurs effets que sur la moyenne période. En conséquence, les économies de crédit seraient caractérisées par des mouvements cumulatifs du niveau général des prix, tantôt à la hausse, tantôt à la baisse »¹⁴. En effet, même quand elle demeure convertible en or, la monnaie de crédit permet à l'offre de monnaie de ne plus être soumise à des forces structurantes aussi puissantes que celle du capital physique, du fait de l'élasticité du crédit : les banques peuvent accorder des crédits aux entreprises au-delà de leurs réserves, donc financer l'investissement non plus seulement par l'épargne mais aussi par la création monétaire. Dès lors, si le taux de marché est inférieur à ce que Wicksell nommait maladroitement le « taux d'intérêt

¹¹ Knut Wicksell, *Interest and prices*, Londres, Royal Economic Society, 1936 (1898).

¹² La hausse de la demande de fonds provoquant, pour une quantité d'épargne donnée, une hausse du taux de marché, donc une baisse de la demande et une hausse de l'offre de fonds, rétablissant un équilibre. Inversement, une baisse de la demande de fonds provoquerait une chute du taux donc de l'offre, jusqu'à un nouvel équilibre.

¹³ Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 2, 1988, p. 143 à 178, p. 174.

¹⁴ *Ibid.*, p. 166-167.

naturel », c'est-à-dire le rendement intrinsèque du capital physique¹⁵, un surinvestissement aura lieu, provoquant de l'inflation – et, inversement, s'il est supérieur, une insuffisance d'investissement provoquant de la déflation – avec un effet à la baisse – ou respectivement à la hausse – sur le taux d'intérêt réel, ce qui stimule encore davantage la dynamique d'investissement – ou respectivement de désinvestissement – selon un processus cumulatif. Ces analyses de l'instabilité intrinsèque de la monnaie de crédit préfigurent celles de Keynes, Fisher ou Schumpeter au siècle suivant.

2) Le dévoiement du circuit monétaire

Après la crise de 1929, comprenant que les crédits font les dépôts, Keynes rompra comme on sait avec la théorie néoclassique du taux d'intérêt formé sur le marché des fonds prêtables par la rencontre d'une offre d'épargne et d'une demande d'investissement¹⁶, et forgera une théorie alternative : celle d'un taux d'intérêt formé sur le marché de la monnaie, par la rencontre d'une offre de monnaie exogène, déterminée politiquement par la banque centrale, et d'une demande de monnaie endogène, déterminée par la préférence pour la liquidité¹⁷. Après la *Théorie Générale*, Keynes en vient à décomposer cette dernière entre « demande d'encaisses oisives » pour motif de transaction, de précaution, de spéculation (qui nourrissent la thésaurisation), et « demande d'encaisses actives » pour motif de finance (qui donne lieu à la création monétaire par le crédit à la production)¹⁸.

¹⁵ Comme le notera rapidement l'économiste suédois Erik Lindhal, il est absurde de le supposer homogène car il existe autant de rendements propres que de biens capitaux : le concept n'a donc de sens que dans un monde à un seul bien – ou dans un monde avec une pluralité stable de biens que l'on peut subsumer sous le concept de marchandise-composite à la manière de Piero Sraffa (*Production de marchandises par des marchandises*, 1960). Wicksell amendera toutefois sa théorie en 1901, abandonnant l'idée de prêt en nature et de rendement physique homogène du capital, redéfinissant dans le second tome de ses *Lectures d'économie politique* le taux d'intérêt naturel comme le taux bancaire qui assure l'égalité de la demande de crédit des entreprises et de l'offre d'épargne des ménages dans le respect de la stabilité des prix (*Vorlesungen über national Ökonomie* (1901), tr. *Lectures on political economy*, Londres, George Routledge & Sons, 1934-35).

¹⁶ La théorie du taux d'intérêt de Fisher, développée dans *The Rate of Interest* (New York, Macmillan, 1907) et surtout dans *The Theory of Interest* (New York, Macmillan, 1930), en fait un prix flexible déterminé sur le marché des fonds prêtables par la rencontre de l'offre d'épargne (fonction du degré de préférence pour le présent) et de la demande d'investissement (fonction du « rendement par rapport au coût »). Dans *Appreciation and Interest* (1896), Fisher affirmait que le taux d'intérêt nominal ainsi formé intègre l'inflation anticipée ($i = r + \pi^a$: c'est la « relation de Fisher ») car les agents raisonnent en termes réels, de sorte que le taux d'intérêt réel n'est pas affecté par les variations du niveau général des prix (« effet Fisher »). Dès lors, les variations de la masse monétaire sont neutres sur la demande de crédit et le niveau de l'investissement, de sorte qu'il n'y a pas d'impact indirect, *via* le taux d'intérêt, de la quantité de monnaie en circulation sur les variables réelles.

¹⁷ « Le taux d'intérêt n'est pas le prix qui amène à s'équilibrer la demande de ressources à investir et le consentement à s'abstenir de consommations immédiates. Il est le prix qui équilibre le désir de détenir la richesse sous forme de monnaie et la quantité de monnaie disponible », John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2^e éd., tr. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969 (1936), p. 181.

¹⁸ John Maynard Keynes, « Comments on Mr Robertson's Mr. Keynes and Finance », reproduit dans D. Moggridge (éd.), *The collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, 1978, tome 14, p. 229 à 233. Voir aussi à ce sujet les deux articles de Keynes 1937 et celui de 1939.

A sa suite, les postkeynésiens insisteront sur le fait que la monnaie est endogène, non seulement en ce qui concerne la demande émanant des emprunteurs mais aussi, contrairement à ce qu'affirmait la *Théorie Générale*, en ce qui concerne l'offre des banques *et de la banque centrale elle-même* : en effet, dans ses politiques conventionnelles, celle-ci ne fixe pas la quantité de monnaie centrale qu'elle émet, mais plutôt le taux de refinancement auquel elle prête cet argent sans limite quantitative à toutes les banques qui en font la demande. C'est du moins l'approche « horizontaliste » de Kaldor et Moore¹⁹, l'approche « structuraliste » de Thomas Palley et Randall Wray²⁰ admettant quant à elle que la banque centrale peut ne pas se montrer accommodante – ce qui est plus réaliste comme le soulignait Virginie Monvoisin en 2006²¹. Cette dernière maintient pourtant en 2018, avec Louis-Philippe Rochon, que la quantité d'encaisses créées est fixée par le marché pour un taux donné, comme l'affirme Marc Lavoie²² : les auteurs estiment donc que l'offre de monnaie centrale est endogène, et que c'est le taux directeur qui est exogène²³. Dès lors, la contrainte d'une politique monétaire restrictive passe entièrement par la régulation du taux d'intérêt, qui n'est pas un mécanisme de marché autorégulateur mais au contraire un instrument politique, influençant notamment la répartition.

Les taux de marché étant influencés par les taux plafonds et planchers pratiqués par la banque centrale, le marché du crédit et des titres apparaît en quelque sorte comme un marché à prix administré, dont l'offre et la demande demeurent déterminés de manière endogène. Même en l'absence de limitation quantitative du refinancement, l'offre de monnaie bancaire n'est pas illimitée : pour un taux donné, les banques pratiquent une sélectivité du crédit en fonction du risque (*creditworthiness*) car si elles peuvent théoriquement créer de la monnaie sans limite même en présence d'un ratio de réserves obligatoires (à condition que la banque centrale satisfasse toute demande de refinancement au taux qu'elle fixe), elles n'en ont pas moins l'obligation de conserver un

¹⁹ Nicholas Kaldor, *Le Fléau du monétarisme*, Paris, Economica, 1985 (1982) et Basil J. Moore, *Horizontalists and Verticalists : the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

²⁰ Thomas I. Palley, « Accommodationism, Structuralism, and Superstructuralism », *Journal of Postkeynesian Economics*, 1998, vol. 21, n° 1, p. 171-173 ; L. Randall Wray, *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998.

²¹ « La monnaie serait donc endogène et exogène [Hyman P. Minsky, «The Endogeneity of Money », in E. Nell et W. Semmler (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics*, Londres, Macmillan, 1991, p. 208] ! Si cette contradiction semble poser des problèmes de logique interne, l'analyse des relations entre les autorités monétaires et les banques de second rang avancée par les structuralistes post-keynésiens présente un avantage certain, celui de décrire les relations effectivement observées dans la réalité. A l'inverse, l'analyse des horizontalistes paraît plus logique et plus cohérente d'un point de vue méthodologique mais ses contradicteurs considèrent qu'elle pêche par défaut de réalisme. » Virginie Monvoisin, « Les définitions post-keynésiennes de la monnaie endogène : des divergences à la complémentarité », in *Économie appliquée*, tome 59, n°4, décembre 2006, p. 167 à 191.

²² Marc Lavoie, « La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits », *Economies et sociétés*, vol. 19, n° 8, 1985, p. 169 à 195, p. 171-172.

²³ Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », in Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot (dir.), *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, Chapitre IX, p. 165 à 181, p. 171-172.

bilan équilibré et de respecter les ratios prudentiels relatifs aux fonds propres, donc de minimiser les pertes – ou, plus exactement, de maximiser le profit pour l'actionnaire, puisque tel est la finalité de la création monétaire en régime capitaliste. Toute création monétaire alourdit le poste « dépôts à vue » au passif du bilan bancaire, et toute perte sur les créances qui en forment la contrepartie à l'actif se traduira par une perte de capital pour l'actionnaire : les banques doivent donc prendre soin de la qualité des créances qu'elles acquièrent en accordant des crédits ou en achetant des titres financiers, réservant donc la création monétaire aux débiteurs qu'elles jugent solvables pour un taux d'intérêt donné.

Comme le relevait Schumpeter²⁴, la viabilité de la monnaie de crédit repose sur trois conditions : la centralisation hiérarchique du système bancaire régulé par la banque centrale, le soin qu'aurait ce système de cantonner son pouvoir d'émission au financement de la production et non de la consommation ou de la dépense publique (afin de fournir une contrepartie marchande au pouvoir d'achat mis en circulation), et enfin l'éthique des banquiers qui ne devraient être capables de résister à l'appât du gain. Bruno Théret résume avec ironie cette analyse²⁵ : « Au début du XX^e siècle, un économiste comme Schumpeter parlait déjà du modèle de la monnaie « endogène », c'est-à-dire créée par les banques en réponse à la demande de crédit de l'économie productive. Mais il se donnait la peine d'étudier les comportements réels des banques, et arrivait à la conclusion que ce modèle reposait sur l'existence de banquiers omniscients, omnipuissants et désintéressés. »

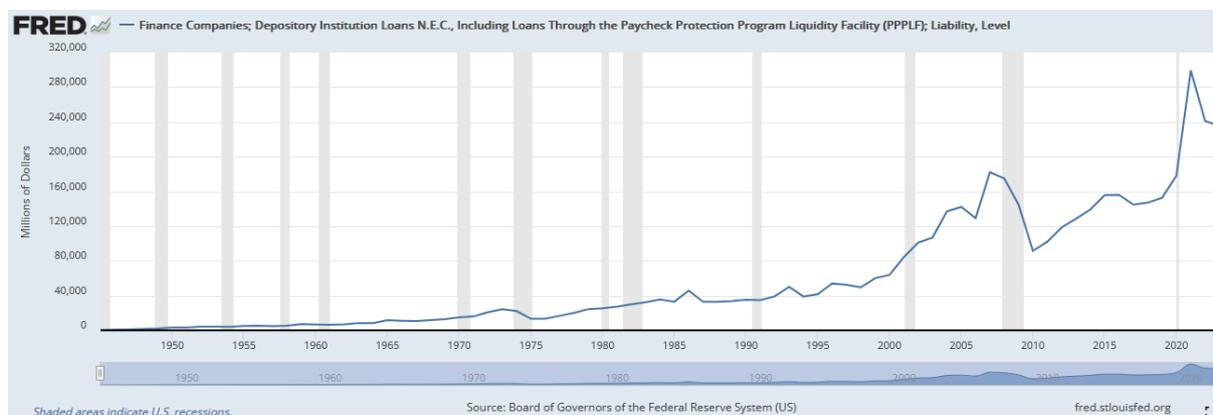
La monnaie endogène est-elle aux mains de tels banquiers extraordinairement compétents et vertueux, ne finançant que la production ? Rappelons qu'aux Etats-Unis, où à titre de comparaison la masse monétaire au sens strict (M1) s'élève à 18 000 Mrds \$ en décembre 2023 (4 000 Mrds avant la crise sanitaire, 1 400 Mrds avant celle des *subprimes*), le crédit à la consommation atteint alors 5 020 Mrds \$ selon le *Financial Stability Report* de la Réserve Fédérale²⁶, soit plus d'un quart du crédit aux ménages fin 2023 (19 955 Mds \$, en hausse de plus de 500 Mds sur un an), après 5,3 % de croissance annuelle moyenne sur un quart de siècle (alors que le PIB nominal ne croissait « que » de 4,6 % par an sur la même période). Si l'essentiel de ce crédit à la consommation relève en fait des emprunts étudiants (1 727 Mds \$) et du crédit auto (1 556 Mds \$), qui peuvent s'interpréter comme des investissements dans du capital humain et des biens d'équipements revendables, la dette due aux

²⁴ Joseph Aloïs Schumpeter, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig, 1912 : Duncker & Humblot; trad. française par J.-J. Anstett *Théorie de l'évolution économique. Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, Paris, Librairie Dalloz, 1935 ; *Théorie de la Monnaie et de la Banque*, 2 volumes, Paris, L'Harmattan, 2005.

²⁵ Bruno Théret, « Retrouver la vraie richesse de la monnaie », entretien avec Wojtek Kalinowski, *Alternatives Economiques*, Les dossiers n° 006, 1^{er} mai 2016.

²⁶ Bureau des Gouverneurs de la Réserve Fédérale, *Financial Stability Report*, avril 2024, Tableau 2.1. « Outstanding amounts of nonfinancial business and household credit », p. 16.

seules *credit cards* s'élève tout de même à 1 319 Mds \$ (en hausse de plus de 100 Mds). Quant à la dette hypothécaire (13 053 Mds \$), elle finance probablement bien plus la spéculation immobilière que la construction, étant donné que les prix de l'immobilier résidentiel américain retrouvent le niveau qui était le leur juste avant la crise des *subprimes* (*ibid.*, p. 13). En outre, les crédits aux compagnies financières, faibles sous le mode de régulation fordiste, ont connu une hausse spectaculaire sous le mode de régulation néolibéral comme le montre le graphique ci-dessous²⁷, et dépassent les 235 Mds \$ fin 2023²⁸ (sans inclure les achats de titres de compagnies financières par les banques) :



De même pour les courtiers en valeurs mobilières, dont les emprunts au secteur bancaire augmentent surtout après la crise des *subprimes*, pour atteindre près de 182 Mds \$ fin 2023²⁹ :



Il y a là de quoi remettre en cause l'analyse keynésienne traditionnelle du circuit monétaire partant des banques pour aller financer les entreprises *via* le crédit à la production, donner lieu au versement des salaires, permettre la consommation des ménages et, faisant ainsi refluer les encaisses

²⁷ <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL613168005A>, consulté le 23/05/2024.

²⁸ Bureau des Gouverneurs de la Réserve Fédérale, *Z.1 Financial Accounts of the United States – Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts*, quatrième trimestre 2023, Federal Reserve Statistical Release, 7 mars 2024, Tableau L.128 « Finance Companies », p. 106.

²⁹ *ibid.*, Tableau L.130 « Security Brokers and Dealers », p. 108. Graphique : <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL663168005Q>.

vers les entreprises, rendre possible le remboursement des banques, qui vaut destruction monétaire. Ce circuit idéal, où le désir de liquidités ne se fonde que sur le motif de finance et le motif de transaction, exclut bien sûr la thésaurisation pour motif de précaution et de spéculation³⁰. Il a pu être une approximation suffisante en régime fordiste, mais sans même parler de l'essor du crédit à la consommation, on ne peut aujourd'hui ignorer son détournement spéculatif par l'essor du crédit immobilier, du crédit étudiant ou du crédit aux acteurs financiers, qui nourrissent autant de bulles spéculatives. De même, on ne peut ignorer le changement de modèle d'activité des banques, de plus en plus tournés vers l'acquisition de titres financiers plutôt que vers l'octroi de crédit – soit l'émergence d'un mode acquisitif de création monétaire s'ajoutant au mode bancaire traditionnel d'émission³¹. Au bilan des banques françaises, la part des titres à l'actif est ainsi passée de 5 % au début des années 1980 à 45 % au début des années 2000 (avant une légère baisse dans l'après-crise financière, pour atteindre 40 % en 2019, soit tout de même huit fois plus que quarante ans plus tôt)³². Ainsi, le mode bancaire d'émission ne garantit nullement que les encaisses créées financent la production conformément au schéma du circuit monétaire.

Paradoxalement, nombre d'auteurs postkeynésiens et circuitistes, pourtant prompts à dénoncer (à juste titre) la financiarisation portée par le néolibéralisme, semblent bien souvent conserver toute leur confiance au système de crédit bancaire pour créer la monnaie en réponse aux stricts besoins de la production (du moins dès lors que la finance de marché serait règlementée et les politiques budgétaires et monétaires menées de manière contracycliques³³), comme s'ils s'en

³⁰ Certains circuitistes comme Jonathan Massonnet entendent d'ailleurs cantonner la monnaie à sa fonction « véhiculaire » à l'exclusion de toute fonction « patrimoniale ». Dans une telle vision, en réalité normative et éloignée de la reconnaissance par Keynes du rôle de la liquidité comme garantie contre l'incertitude radicale, la thésaurisation est contre-nature, la monnaie ne devant pas être désirée pour elle-même mais se réduire à son rôle instrumental de moyen de circulation, sans aucune fuite dans le circuit (Jonathan Massonnet, « Réflexions sur la nature médiatrice de la monnaie », *Revue Interventions économiques* [En ligne], n° 59, 1^{er} janvier 2018 (<http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/3886>, consulté le 26 mai 2024).

³¹ Jézabel Couppey-Soubeyran, Pierre Delandre et Augustin Sersiron, *Le pouvoir de la monnaie*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2024, en particulier p. 207 à 216.

³² Dominique Plihon, « L'intermédiation bancaire : la grande transformation », *Revue d'économie financière*, n° 142, 2021, p. 99 à 115.

³³ Quoique bouclant mécaniquement, le circuit doit être régulé. Bernard Guerrien (« Deux lectures revigorantes : *La pensée monétaire* et *La pensée économique de Keynes* de Frédéric Poulon », *Revue de la régulation*, vol. 21 | 1^{er} semestre / Printemps 2017) reprend la distinction de Poulon entre le « circuit brut » (le circuit macroéconomique keynésien) du circuit monétaire (lié au crédit bancaire), et écrit à propos du premier que « la création monétaire par les banques permettant son élargissement ou son rétrécissement – avec l'effet multiplicateur qui accompagne le mouvement. Reste un problème : le rôle des anticipations qui sont au point de départ du « circuit brut ». Pour que celui-ci « boucle » à l'identique, qu'il y ait « équilibre » (stationnaire), il faut que les anticipations s'avèrent être correctes. Dans le cas contraire, l'égalité $I = S$ signifie qu'une partie de l'investissement effectué, sur la base d'anticipations erronées, prend la forme de biens invendus, qui viendront gonfler les stocks des entreprises. D'où une modification de leurs anticipations et, donc, de leurs investissements, et ainsi de suite. Le circuit « boucle » toujours, par construction, mais faire la distinction entre le cas où il le fait « à l'identique » (les anticipations étant correctes) et celui où il ne le fait pas (anticipations erronées, et donc modifiées) permettrait de rendre les choses plus claires. »

remettaient aux banquiers compétents et vertueux qu'évoquait Schumpeter pour assurer, par la quantité et la qualité des crédits accordés, une croissance de plein-emploi non inflationniste. Endogène, la monnaie deviendrait presque à leurs yeux une variable passive, qui s'ajusterait parfaitement au niveau de la production sans aucun impact sur les variables nominales (symétrique curieusement parfait de la théorie quantitative de la monnaie qui n'admet pour effet d'une variation de la masse monétaire qu'une variation strictement proportionnelle des prix, sans effet sur les quantités³⁴). C'est d'ailleurs pour lui dénier tout rôle causal intrinsèque sur le niveau du revenu et des prix que Nicholas Kaldor introduit en 1970 le terme d'endogénéité dans sa controverse avec le monétarisme et la TQM. Très attachés à cette percée théorique, les postkeynésiens répètent fréquemment à la suite de Basil Moore que la monnaie est « *demand-determined and credit-driven* »³⁵ – et il est vrai que cela doit être répété dans l'état actuel du champ, où un économiste comme Olivier Blanchard peut ignorer purement et simplement que les crédits font les dépôts³⁶, et où ceux qui l'ont compris défendent souvent la théorie du multiplicateur monétaire plutôt que du diviseur de crédit, espérant vainement que des politiques d'assouplissement quantitatif puissent relancer la demande... Mais pour ne pas s'enfermer dans une approche circuitiste trop mécaniste, qui ferait fi de la réalité des pratiques de crédits, et notamment des évolutions institutionnelles majeures du secteur bancaire, ne faudrait-il pas aborder la monnaie endogène dans une optique qui explique la relative stabilité du système sans la présupposer ?

3) Mise en marché de la création monétaire et fonctionnalisation des décisions privées d'endettement

Il faut ici en venir à une autre contradiction centrale de la monnaie capitaliste : le mode bancaire d'émission se caractérise non seulement par un double encastrement de la création monétaire dans la *dette* (les dépôts sont des créances sur la banque, mises en circulation par des prêts accordés à ses clients), mais aussi par un encastrement dans le *marché* bancaire (marché du crédit, et marché des titres financiers achetés par les banques)³⁷. En effet, loin du mythe de la planche à billets, la monnaie capitaliste n'est pas créée par une entité centralisée en fonction des besoins évalués

³⁴ « La causalité développée par la théorie quantitative entre la monnaie et le revenu est inversée. La causalité va du revenu espéré par les entrepreneurs vers la demande de crédit, et donc de la monnaie vers le revenu attendu. » Virginie Monvoisin, « Les définitions post-keynésiennes de la monnaie endogène : des divergences à la complémentarité », art. cit., p. 170.

³⁵ Basil John Moore, *Horizontalists and Verticalists*, art. cit., p. 108-109.

³⁶ Augustin Sersiron, « Monnaie et dette », thèse citée, p. 84.

³⁷ L'un peut exister sans l'autre : par exemple, si la monnaie était entièrement créée par les emprunts de l'Etat auprès d'une banque dédiée jouissant d'un monopole, elle resterait encadrée dans la dette, mais pas dans le marché. Inversement, si chaque agent pouvait acheter de l'or pour faire frapper librement des pièces d'une valeur supérieure à celle du métal, la création monétaire serait encadrée dans le marché mais pas dans la dette.

directement à l'échelle macroéconomique, mais bien abandonnée au marché bancaire, c'est-à-dire à une multitude de décisions décentralisées de prêts et d'emprunts (ou d'achats et de ventes de titres). Du côté de l'offre de monnaie, le marché a bien souvent, comme c'est le cas aujourd'hui en France, une structure oligopolistique, dominée par quelques grandes banques, tandis qu'il est largement atomistique du côté de la demande, puisqu'on y trouve les entreprises de toutes tailles, mais aussi les ménages ou encore les collectivités locales, sans parler des acteurs financiers revendant des titres déjà émis. Or de l'agrégation de ces innombrables décisions non concertées dépendra le niveau de la masse monétaire qui, sauf à admettre l'in vraisemblable thèse de la neutralité monétaire, impactera la trajectoire macroéconomique du corps social dans son ensemble. Ainsi, l'encastrement de la création monétaire dans le marché de la dette *fonctionnalise* les décisions privées d'endettement : le recours à l'emprunt se voit désormais assigner la *fonction macroéconomique* de créer la monnaie au niveau correspondant à celui de la production. Or les emprunteurs privés n'ont, pas plus que les prêteurs bancaires, d'objectifs macroéconomiques lorsqu'ils nouent des contrats : ils n'empruntent et ne prêtent pas *pour assurer* que la masse monétaire atteigne le niveau nécessaire à l'équilibre des marchés, à la stabilité des prix ou au plein-emploi des ressources productives.

La question est donc : y a-t-il un mécanisme d'ajustement spontané qui guide le choix des acteurs, sans qu'ils aient besoin d'en être conscients, afin d'ajuster la masse monétaire aux conditions de la stabilité macroéconomique, ou le fait de mettre la monnaie en circulation par le marché de la dette est-il au contraire un facteur d'instabilité ? Le mécanisme d'ajustement couramment mis en avant en économie est bien sûr la libre variation des prix, soit, ici, du taux d'intérêt, mais comme on l'a vu avec Wicksell, même dans le cadre néoclassique, celui-ci ne peut jouer un rôle régulateur spontané dès lors que la monnaie prêtée peut être créée *ex nihilo* sans contrainte d'épargne préalable³⁸. Le taux de marché n'est pas fixé par l'offre et la demande de fonds prêtables préexistants, mais, sur un marché hautement concentré (comme le notait déjà Wicksell), par les banques privées qui, en tant qu'acteurs capitalistes, créent de la monnaie à prêter *en vue de faire des profits à l'échelle microéconomique sans se préoccuper de la stabilité macroéconomique*³⁹, et ce sans autre limite que les impératifs de la gestion du risque au regard

³⁸ Dans la vision néoclassique pure, le taux d'intérêt est formé par la rencontre de l'offre et de la demande sur le marché des fonds prêtables, et sa libre variation assure mécaniquement l'égalisation de l'épargne disponible et de l'investissement : le marché des capitaux n'est qu'un marché parmi d'autres, tous les marchés étant toujours à l'équilibre grâce au libre jeu de l'offre et de la demande. Mais la création monétaire est justement absente d'un tel modèle : la masse monétaire est présupposée, les prêts ne se finançant que par une épargne préalable.

³⁹ « L'idée de Wicksell est que les banques fixent le taux monétaire en fonction des objectifs qu'elles poursuivent, de leur degré de concertation et bien sûr du change », comme le résume Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 2, 1988, p. 143 à 178, p. 174.

des contraintes de liquidité et de solvabilité. Ce qui pose la question de l'évaluation subjective, conventionnelle ou institutionnelle du risque et des dispositifs de régulations (autorités de contrôle, agences de notation, réglementations prudentielles, etc. : on mesure ici la nécessité d'une approche institutionnaliste de ces questions), mais aussi la question de l'aléa moral car le risque encouru par la banque, loin de peser sur elle seule (c'est-à-dire déjà sur ses actionnaires mais aussi sur ses créanciers, dont les déposants) est en partie systémique et pèse dès lors sur l'ensemble du secteur bancaire (particulièrement dans un marché concentré) donc sur la société dans son ensemble (dont l'essentiel de la monnaie n'existe que dans les livres de compte des banques), ce qui contraint l'Etat à sauver les banques *too big to fail*.

Le taux de marché n'est donc pas un mécanisme d'autorégulation de la création monétaire, d'autant qu'il est fortement influencé par les taux directeurs de la banque centrale qui, elle, le fixe dans un objectif de stabilisation macroéconomique. Mais ainsi que Keynes l'avait compris, même la politique de taux peut s'avérer inefficace dans la trappe à liquidité, comme ce fut typiquement la situation de la zone euro entre 2005 et 2019, où même les milliers de milliards déversés sur les marchés bancaires et financiers au titre des politiques non conventionnelles (refinancement de long terme et assouplissement quantitatif) n'ont permis d'atteindre que la moitié de la cible d'inflation de la BCE (1 % au lieu de 2 %) : même régulée par des mesures quantitatives exceptionnelles, la création monétaire encadrée dans le marché bancaire s'avère dépendante des décisions décentralisées de prêts et d'emprunts. Proposer de la monnaie même à taux nul est inefficace, car les affects tristes de la dette l'emportent sur les affects joyeux de l'accès à la liquidité : en effet un taux nul ne revient pas à désencadrer la monnaie de la dette et à la rendre gratuite, puisqu'il faudra toujours rembourser le principal, or dans un contexte d'incertitude radicale, la confiance dans la capacité à dégager des flux de revenus futurs est nécessaire pour consentir à endosser un tel fardeau. Dans un système de monnaie endogène, la seule solution efficace est celle de la politique budgétaire : dans la trappe à liquidités, l'offre de monnaie à taux nul ne rencontre aucune demande endogène suffisante et nécessite la création d'une demande finale exogène par l'Etat. C'est ce qu'ont compris les postkeynésiens, contre les néolibéraux qui s'opposent aux relances budgétaires au nom de la dette publique jugée insoutenable, alors même que de telles politiques sont les seules à pouvoir augmenter le PIB plus rapidement que la dette publique : *a contrario*, les dix années d'austérité imposées à la Grèce par ses créanciers contre la souveraineté populaire entre 2009 et 2018 ont justement fait augmenter le ratio d'endettement public, de 126,7 % à 181,2 % du PIB selon Eurostat.

Sans contester nullement la primauté de la politique budgétaire et la nécessité de relancer la demande finale (et pas uniquement l'offre de monnaie) pour restaurer la confiance, il nous semble que l'approche postkeynésienne de la monnaie de crédit demeure insuffisante, en ce qu'elle situe les problèmes uniquement dans le circuit macroéconomique (l'insuffisance de la demande) et jamais dans le circuit monétaire lui-même : le fait que l'économie dans son ensemble demande une régulation exogène ne remet pas en cause à leurs yeux la capacité de la monnaie endogène à s'adapter parfaitement au niveau de la production – qu'affecte seulement le niveau de confiance global dans l'économie, indépendamment des facteurs proprement monétaires. Sur ce point, l'analyse de la spirale dette-déflation par Irving Fisher pendant la Grande Dépression peut compléter l'analyse postkeynésienne, puisqu'elle se centre justement sur ces facteurs : la déflation, provoquée par un choc quelconque, conduit à l'alourdissement du poids réel des dettes, qui pousse les agents à se désendetter (réduction des nouveaux emprunts et remboursement anticipé des dettes en cours) ce qui, dans le système bancaire actuel, revient à opérer une destruction monétaire, or cette réduction de la masse monétaire entretient en retour la déflation, provoquant un cercle vicieux. Le comportement de désendettement, vertueux à l'échelle individuelle, s'avère nocif à l'échelle agrégée : plus les agents remboursent, plus ils sont endettés : entre 1929 et 1933, l'endettement nominal diminue de 20 % aux États-Unis selon Fisher, mais le dollar s'appréciant de 75 %, l'endettement réel augmente de 40 %, de sorte que « c'est l'effort même des individus pour diminuer le fardeau des dettes qui l'augmente »⁴⁰.

Fisher pointe aussi d'autres phénomènes typiquement liés à ce que nous nommons le double encastrement de la monnaie dans la dette, comme les *bank runs*, ou l'effondrements du cours des actifs provoqués par les ventes en catastrophes censés financer le désendettement, mais le cœur de son raisonnement demeure la destruction monétaire par le remboursement (corolaire de la création monétaire par le prêt), dont il montre que selon un schéma auto-entretenu, elle peut aller jusqu'à la destruction complète de la monnaie. Notons qu'un tel phénomène était impossible dans un système de monnaie métallique comme celui qui prévalait au Moyen-Âge, et qui était du reste structurellement sujet à des phénomènes déflationnistes : les famines monétaires faisaient régulièrement baisser les prix sans jamais menacer de faire disparaître la monnaie. Ainsi les phénomènes d'hyperinflation, relativement fréquents en régime de monnaie scripturale (et pas en régime de monnaie métallique), ne sont pas les seules menaces existentielles que le mode bancaire d'émission fait peser sur la monnaie : la spirale désendettement-déflation s'apparente à un risque d'*hyperdéflation*, c'est-à-dire de déflation si rapide et profonde qu'elle menace l'existence même de la monnaie, du fait de l'encastrement de la confiance collective qui l'institue dans la confiance inter-individuelle des relations

⁴⁰ Irving Fisher, « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation [1933] », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, 1988, p. 159-182.

d'endettement qui lui confèrent sa forme bancaire. Selon l'heuristique du négatif chère à la théorie de la régulation et à la théorie institutionnaliste de la monnaie⁴¹, la crise dévoile en creux, par leur absence même, les conditions de stabilité de la monnaie endogène d'ordinaire réunies et dès lors naturalisées : c'est leur effondrement subit qui, par l'ampleur de la crise qu'il provoque, révèle combien ces conditions sont massives, essentielles et contingentes.

Rompre l'évidence du mode bancaire d'émission, dénaturiser les conditions de stabilité de la monnaie endogène : voilà la porte qu'entrouvre Fisher – pour s'empresse de la refermer en préconisant une réforme structurelle (le « 100% money »⁴²) qui puisse stabiliser définitivement la monnaie, dont il avait fini par admettre progressivement la non-neutralité⁴³. Certes, l'analyse de Fisher rentre moins en profondeur que celle de Keynes dans les causes ultimes de la crise et dans la remise en cause du paradigme néoclassique, puisque la spirale fishérienne demeure individualiste et réactive (les agents se contentent essentiellement de réagir de manière séquentielle à l'effet agrégé de leurs comportements précédents) là où la spirale keynésienne (la spirale déflationniste bien connue : défiance → baisse de la demande anticipée → baisse de la production → baisse des revenus distribués → baisse de la demande) est d'emblée holistique et projective (les investisseurs ne se contentent pas de réagir aux événements passés, mais se projettent dans l'avenir pour anticiper la demande globale selon des « esprits animaux » d'emblée sensibles au niveau de la confiance à l'échelle macroéconomique). Mais loin de s'opposer, ces deux approches sont complémentaires pour comprendre les mécanismes de la crise et les solutions pour en sortir – Keynes situant l'origine de la crise essentiellement dans des facteurs psychologiques extra-monétaires, et voyant dans la monnaie de crédit la solution qui permet de relancer l'investissement sans contrainte d'épargne, là où Fisher met au jour les dysfonctionnements proprement liés à la monnaie de crédit et cherche une solution, structurelle plutôt que conjoncturelle, dans son dépassement⁴⁴.

⁴¹ Qui partent des crises pour comprendre les régimes d'accumulation (Robert Boyer, *Théorie de la Régulation*, tome 1, *Les fondamentaux*, La Découverte, 2004) ou l'institution monétaire (Bruno Théret (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris, Editions de l'EHESS, 2007).

⁴² Irving Fisher, *100 % Monnaie*, André Tiran et Marc Laudet (éd.), Paris, Classiques Garnier, 2019, éd. ang. : *100% Money* (1935), in William Joseph Barber (ed.), Robert W. Dimand et Kevin Foster (ass. ed.), James Tobin (ed. consultant), *The Works of Irving Fisher*, vol. 11, Londres, Pickering & Chatto, 1996.

⁴³ D'abord à court terme, dans sa théorie des cycles de crédits développée (*The Purchasing Power of Money : Its Determination and Relation to Credit Interest And Crises*, New York, Macmillan, 1911), puis à long terme dans sa théorie de la déflation par le désendettement (*Booms and Depressions : Some First Principles*, New York, Adelphi, 1932, et « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, vol. 1, n° 4, 1933, p. 337-357).

⁴⁴ Deux solutions qui paraissent souvent antagoniques, mais la solution de Fisher (couverture intégrale des dépôts à vue par des réserves entières de monnaie centrale) n'implique pas une fixité de la masse monétaire et n'empêche pas *a priori* pas un usage keynésien de cette monnaie exogène (c'est-à-dire des politiques monétaires expansionnistes), qui seront toujours nécessaire : aucune solution structurelle ne peut bien sûr bannir définitivement les crises de confiance et la possibilité d'une insuffisance de la demande globale, donc la nécessité

Toutefois, ni l'un ni l'autre ne s'attardent sur l'analyse des mécanismes qui assurent la relative stabilité de la monnaie bancaire en dehors des périodes de crise (et des interventions volontaristes de régulation en période de sortie de crise). Or c'est ce à quoi doit nous conduire l'heuristique de la crise : dès lors que celle-ci est possible, et que la stabilité n'a rien d'une évidence assurée par quelque mécanisme d'autorégulation, ce n'est plus tant la crise que la stabilité qui pose question. Renoncer au finalisme qui présuppose l'équilibre revient en effet à inverser l'interrogation. Si la stabilité n'est pas garantie de manière endogène par le fonctionnement-même du marché bancaire, qu'est-ce qui explique que le chaos ne prédomine pas en permanence mais qu'il existe au contraire des périodes de relative stabilité (certes jamais parfaite) entre deux crises ? Comment rendre compte de manière unifiée, sans saut théorique, de la monnaie bancaire en régime et en crise ?

Seule une approche institutionnaliste, celle de la théorie de la régulation, nous semble fournir une réponse convaincante : au-delà du simple mécanisme circuitiste centré sur le motif de finance, c'est en réalité tout un mode de régulation qui est en jeu, c'est-à-dire tout un agencement plus ou moins cohérent et plus ou moins contingent d'institutions diverses, dont les formes historiquement et géographiquement variées reflètent des évolutions culturelles et des compromis sociaux et politiques issus de rapports de force. « Institutions » est bien sûr pris ici au sens large, incluant non seulement les organisations publiques et privées, mais aussi les politiques économiques menées, les croyances collectives sur lesquelles elles s'appuient, les règles juridiques, habitudes culturelles de paiement, normes de consommation, méthode d'organisation du travail, niveaux de rémunération des facteurs de production et niveau de fiscalité et de protection sociale, normes comptables, systèmes techniques, conventions relatives à l'environnement, et autres faits sociaux qui construisent des régularités permettant de surmonter l'incertitude radicale du monde socio-économique. Ce sont de telles institutions qui guident le comportement des agents et rend compatibles leurs décisions individuelles – en assurant notamment que les crédits qu'ils souscrivent pour des motifs privés participent à la stabilité macroéconomique de la monnaie bancaire sans qu'ils visent consciemment un tel but. Comme le soulignent Robert Boyer et Yves Saillard, « un mode de régulation doit assurer la compatibilité entre un ensemble de décisions décentralisées, sans que soit nécessaire une intériorisation par les agents des principes qui gouvernent la dynamique de l'ensemble du système »⁴⁵.

Ce sont les modes de régulation du capitalisme qui, en assurant la reproduction des rapports sociaux fondamentaux de ce mode de production, y compris des formes institutionnelles de la monnaie

d'une régulation conjoncturelle, mais inversement, toute crise de cette nature verrait son ampleur fortement réduite en l'absence des mécanismes propres à la monnaie bancaire qu'a mis à jour Fisher.

⁴⁵ Robert Boyer et Yves Saillard, « Un précis de régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 2002, Chapitre V, p. 58 à 68, p. 64.

et de la finance (donc de la dette), en l'occurrence la monnaie bancaire encastrée dans le marché de la dette, maintiennent la stabilité d'un régime d'accumulation tant qu'ils permettent d'en surmonter les contradictions internes – stabilité toujours relative (jalonnée de petites crises) et provisoire (définitivement emportée par une grande crise). L'étude des conditions institutionnelles de stabilité de la monnaie bancaire, peu développée par l'école de la régulation, mérite pleinement d'être menée dans cette perspective, pour répondre à la question centrale ainsi reformulée : non pas qu'est-ce qui dévie un circuit monétaire d'emblée stable de ses conditions d'équilibre, mais plutôt quels équilibres institutionnels permettent, à une époque donnée dans un pays donné, de surmonter les contradictions internes d'une monnaie bancaire encastrée dans le marché de la dette ? C'est là l'une des questions essentielles à l'élucidation de la reproduction du capitalisme, tant la monnaie endogène est centrale dans son fonctionnement et dans ses crises. Illustrons ce que peut donner un tel programme de recherche appliqué au cas de la France au XX^e siècle.

II/ Cas d'application : la France du XX^e siècle

1) L'instabilité de l'entre-deux-guerres

En France, l'entre-deux-guerres se caractérise essentiellement par une forte instabilité monétaire due à l'absence de mode de régulation cohérent – ce qui illustre tout à fait l'aspect relativement contingent des équilibres institutionnels qui permettent à d'autres époques une certaine stabilité.

Le premier conflit mondial a produit de formidables bouleversements institutionnels. L'Etat a impulsé un vaste mouvement de développement du secteur bancaire notamment pour favoriser le crédit aux petites et moyennes entreprises : réorganisation des Banques populaires en 1917, lancement des chèques postaux en 1918, fondation en 1919 du « Crédit National pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre », création en 1920 de la Caisse nationale de Crédit agricole et de la Banque Nationale Française pour le Commerce extérieur (BNFCE). Surtout, le rôle de la politique budgétaire dans l'économie sort grandement renforcé du conflit tant du côté des recettes (avec la création de l'impôt sur le revenu prélevé à partir de 1916 pour financer l'effort de guerre) que de celui des dépenses (dont le poids rapporté au PIB a triplé entre 1912 et 1920, passant de 8,8 % à 27,8 %⁴⁶), tandis que la politique monétaire s'autonomise avec l'avènement du régime de cours forcé.

⁴⁶ Jean-Charles Asselain, Bertrand Blancheton, Christian Bordes, Marc-Alexandre Sénégas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* : les enseignements de la FTPL », *Actes du colloque « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie »* (<http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/communications.htm>, consulté le 01/07/2020), Poitiers, 2001, p. 1.

Toutefois, si l'étalon-or avait été suspendu en 1914 pour faire face aux dépenses militaires, le système de monnaie bancaire pure et autoréférentielle est initialement perçu par tous comme provisoire, la volonté de restaurer la convertibilité du franc à la parité d'avant-guerre faisant alors consensus. Pour autant, l'Etat ne s'impose pas la rigueur budgétaire nécessaire à ce projet, d'une part parce que les recettes nouvelles qu'il prélève ne suffisent pas pour faire face aux dépenses de la Reconstruction (auxquelles s'ajoute aussi l'indemnisation des victimes de guerre), et d'autre part parce que les élites politiques et administratives sont convaincues que « l'Allemagne paiera ». Cette croyance partagée s'avèrera largement illusoire, mais c'est une convention financière essentielle sur laquelle se construit la trajectoire des finances publiques d'après-guerre, faite de déficits cumulatifs jusqu'en 1925, qui ajoutent à l'immense dette héritée de la guerre. En 1921, le coût de la Reconstruction culmine à 17 % du Revenu National, et la dette publique, qui était proche de 60 % du PIB en 1914, atteint 237 % – le poids des intérêts absorbant alors 45 % des recettes budgétaires (*ibid.*, p. 4).

Malgré l'effort fiscal consenti, le recours à la monétisation des déficits, massif pendant le conflit, ne cesse pas avec le retour de la paix. Les dépenses militaires avaient atteint 170 Mrds de francs (soit plus de trois fois le revenu national de 1913, ou trente fois le budget de l'Etat en 1914), mais n'étaient couvertes qu'à 15 % par les recettes fiscales, le reste étant financé par emprunt et création monétaire : la circulation fiduciaire a ainsi quintuplé entre 1913 et 1918, et presque décuplé entre 1913 et 1926 (*ibid.*, p. 3 et graphique 1 p. 4). La monétisation des déficits s'accompagne d'une forte inflation (le contrôle des prix ayant été démantelé au sortir de la guerre) : en 1926, les prix de gros sont multipliés par 3,4 par rapport à 1913 (contre seulement 2,3 en Grande Bretagne et 1,9 aux Etats-Unis), et les prix de détail ont doublé en quatre ans par rapport à 1922 (ce qui est sans précédent hors période de guerre). Le franc se déprécie sur le marché des changes : par rapport au dollar, il a perdu les deux tiers de sa parité d'avant-guerre en avril 1920 (*ibid.*, p. 3), et les neuf dixièmes en juillet 1926. Mais du fait de la hausse des prix, le poids relatif de la dette publique, connaît de 1923 à 1930 une chute spectaculaire jusqu'à environ 90 % du PIB (soit 2,6 fois moins qu'en 1921) malgré une forte augmentation de l'encours nominal (*ibid.*, graphique 3, p. 5).

Grâce à la monnaie bancaire inconvertible, la dette publique n'est donc pas gérée comme l'avait été, en régime d'étalon-or, celle héritée du conflit franco-prussien de 1870-71 : loin d'être amortie progressivement sur une période de quarante-cinq ans⁴⁷, elle est cette fois pour l'essentiel

⁴⁷ Les indemnités exigées par Bismarck avaient alors conduit le ratio d'endettement public français à augmenter fortement, de 60 % du PIB en 1869 à 95 % en 1875 (*ibid.*, p. 4). Certes, il continua d'abord de croître jusqu'à 115 % du PIB au milieu des années 1880 du fait de la stagnation économique, du poids des intérêts, des grands travaux d'infrastructures du plan Freycinet lancé en 1878 et de la hausse des dépenses éducatives dans le

rapidement absorbée dans l'inflation et la croissance, car le changement des règles institutionnelles, même perçu comme provisoire, a permis de recourir massivement à la création monétaire, jusqu'à rendre le poids réel de la dette publique compatible avec le rétablissement par Poincaré, en 1928, de la convertibilité-or à un cinquième de la parité d'avant-guerre. La France trace ainsi une voie intermédiaire entre le drame de la déflation anglaise, issue de la volonté de restaurer coûte que coûte l'étalon-or à la valeur d'avant-guerre en 1925, et la tragédie de l'hyperinflation allemande de 1923 qui mène au Putsch de la Brasserie. Mais cette trajectoire singulière n'a rien d'un long fleuve tranquille, ni d'un plan brillamment appliqué : elle est au contraire le fruit de hasards, de croyances et de conflits qui dessinent aux yeux des contemporains le tableau d'un chaos monétaire.

Dès 1922, l'élément psychologique dominant sur lequel reposait l'équilibre précaire des finances publiques (la croyance dans le paiement des Réparations) commence à s'effriter quand l'Allemagne suspend ses règlements⁴⁸, entamant la confiance dans la monnaie de son principal créancier : c'est le début de la « crise du franc », c'est-à-dire de quatre années de dépréciations internes et externes à caractère cumulatif, d'instabilité politique majeure et de conflictualité géopolitique renouvelée. Le Président du Conseil Raymond Poincaré en vient à occuper militairement la Ruhr en 1923, mais la France se trouve isolée sur le plan diplomatique : il doit reculer, instaurer un nouvel impôt (la double décime) et demander une aide aux banques anglaises et américaines pour redresser le franc. Ce « Verdun financier » n'est toutefois que provisoire, et n'empêche pas la victoire législative du cartel des gauches sur le Bloc National en 1924, après cinq années de chambre « bleue horizon ».

Le gouvernement du Radical Edouard Herriot accepte le plan Dawes, qui aménage les versements allemands, mais fait face à des difficultés budgétaires et recourt plusieurs fois secrètement aux avances de la Banque de France au-delà des plafonds autorisés par le Parlement, alimentant une forte accélération de l'inflation tirée par la dépréciation du franc sur le marché des changes – la gauche attribuant cette dernière aux spéculations menées contre sa politique par les milieux financiers (le fameux « mur de l'argent ») et aux fuites de capitaux qu'entraîne la menace d'un impôt, réclamé par les socialistes, sur le capital et sur les profits de guerre. Pendant plus d'un an, entre 1924 et 1925, de faux bilans hebdomadaires minimisent la circulation monétaire pour

contexte des lois Ferry, mais les efforts budgétaires et le retour de la croissance par la deuxième révolution industrielle permirent un retour à près de 60 % du PIB à la veille de la Grande Guerre.

⁴⁸ La direction du Trésor, en particulier, comprend que la situation des finances publiques est incompatible avec l'objectif de revalorisation du franc : l'administration prône désormais une stabilisation-dévaluation (Bertrand Blancheton, *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Albin Michel, 2001).

préservé la confiance du marché des changes⁴⁹, jusqu'à ce qu'éclate, en avril 1925, le « scandale des faux bilans ». Ce dernier entraîne la fin du gouvernement Herriot mais pas de la dépendance du budget aux émissions de la Banque de France : plafond de circulation et plafond des avances doivent être officiellement relevés à plusieurs reprises en 1925 et 1926, ce qui n'avait plus été fait depuis 1919. L'instabilité gouvernementale se poursuit, et les socialistes finissent par rejoindre les communistes dans l'opposition, mettant fin au cartel des gauches en juillet 1926 au plus fort de la crise inflationniste. Poincaré fait alors son retour, à la tête d'un gouvernement d'Union nationale entre droite (hormis les nationalistes) et radicaux : il fonde le 7 août 1926 la Caisse autonome d'amortissement, financée notamment par les bénéfices de la SEITA, pour redonner confiance aux créanciers, et rétablit enfin, en 1928, la convertibilité-or du franc, mais en renonçant à la parité d'avant-guerre (le franc Poincaré vaut un cinquième du franc germinal).

Ce « miracle Poincaré » n'en est en réalité pas un, selon Bertrand Blancheton, l'essentiel s'étant joué avant le retour de la droite au pouvoir, tant sur le plan de la budgétaire que monétaire. Le rétablissement de l'équilibre budgétaire est en effet déjà engagé avant le gouvernement Poincaré, grâce à l'effort fiscal, mais aussi à la reprise des paiements allemands (certes réduits par le plan Dawes) à partir de 1924, et surtout à la baisse graduelle des dépenses de la Reconstruction (qui arrive à son terme et autorise par exemple le Crédit National à consentir des prêts sans rapport avec les dommages de guerre à partir de 1928⁵⁰) et à la baisse de la charge de la dette publique dans un contexte de taux d'intérêt réels fortement et durablement négatifs (les taux nominaux demeurant rigides malgré l'inflation). Par ailleurs, la forte inflation (qui accélère entre 1924 et 1926) a rendu la dette publique soutenable et permis le retour de la convertibilité. Bernard Blancheton et ses auteurs parlent tout de même de miracle, mais ne l'attribuent pas à Poincaré : « Miracle au sens où le succès ne résulte pas de l'application d'un plan réfléchi mais au contraire d'un enchaînement incontrôlé de chocs graves et de palliatifs improvisés. Miracle également au sens où d'autres *'policy mix'* auraient pu engendrer une dynamique hyperinflationniste »⁵¹.

La question de l'instabilité de la monnaie bancaire et de l'insoutenabilité de la dette publique est donc au cœur des débats des années 1920 en France, des problématiques

⁴⁹ Bertrand Blancheton, « Les faux bilans de la Banque de France dans les années 1920 », in Jean-Guy Degos (dir.) *L'entreprise, le chiffre et le droit. Itinéraires parallèles, itinéraires croisés, Actes des XI^e JHCM*, Université Montesquieu-Bordeaux IV, CRECCI-IAE, 2005, p. 73 à 89.

⁵⁰ Exemple typique d'hystérèse des institutions qui persistent au-delà de leur raison d'être initiale en se dotant de nouvelles fonctions.

⁵¹ Jean-Charles Asselain, Bertrand Blancheton, Christian Bordes et Marc-Alexandre Sénégas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* », art. cit., p. 2.

macroéconomiques, des alternances politiques spectaculaires et des affrontements géopolitiques, et c'est par une série de hasards, de croyances erronées et de conflits violents que le pays trouve une voie médiane entre l'hyperinflation allemande et la déflation anglaise. Mais à peine la situation est-elle stabilisée qu'éclate aux Etats-Unis la crise de 1929, puissant facteur de déstabilisation issu cette fois des dettes privées, mais qui aura un effet retour sur la dette publique, dont le poids relatif remonte en France jusqu'à 173 % du PIB dès 1932⁵², menaçant la convertibilité déjà abandonnée par la Suède dès 1929 et par le Royaume-Uni en 1931, avant de l'être par les États-Unis en 1933.

Mené au pouvoir par la Grande Dépression et la crainte du péril fasciste, le Front Populaire augmente les dépenses publiques mais fait face à la fuite des capitaux, et dénonce l'opposition des « deux-cents familles » actionnaires de la Banque de France. Il instaure le contrôle des changes en août 1936, puis se résigne à dévaluer le franc Poincaré le 1^{er} octobre 1936, le remplaçant par un franc Auriol « élastique » (défini par une fourchette de poids d'or fin, entre 43 et 49 mg). Cela ne suffit pourtant pas : en 1937, la limite maximale de dépréciation est supprimée, la devise devenant flottante. En 1938, la convertibilité-or est abandonnée – cette fois définitivement – en faveur de l'étalon-sterling (le franc et la livre flottant conjointement par rapport au dollar). Entretemps sera instituée la participation au financement des dépenses d'investissement de l'Etat (« programmes de grands travaux destinés à provoquer la reprise économique et à lutter contre le chômage ») du Crédit national (jusque-là cantonné au financement des PME industrielles), qui doit en outre placer les sommes empruntées à cette fin sur un compte spécial non rémunéré au Trésor⁵³ : on peut y voir l'amorce du circuit du Trésor qui sera au cœur du mode de régulation fordiste des Trente Glorieuses. Le même jour, le Front Populaire adopte un décret sur le remboursement anticipé des dettes hypothécaires et l'aménagement des délais de paiement, dans le but de réduire le taux d'intérêt et d'aménager le fardeau d'endettement des débiteurs privés.

2) La mise sous tutelle publique lors des Trente Glorieuses

a) La mise en place d'institutions nouvelles au sortir de la guerre

La Deuxième Guerre mondiale accouche d'un nouvel ordre monétaire international : l'étalon change-or mis en place par les accords de Bretton-Woods en 1944 avec le dollar des Etats-

⁵² Albéric de Montgolfier (Sénateur et Rapporteur général) au nom de la commission des finances du Sénat, *Rapport d'information sur les évolutions, les perspectives et la gestion de la dette publique de la France*, n° 566, 31 mai 2017, p. 6..

⁵³ Convention du 30 août 1937, approuvée par décret du Président du Conseil le 1^{er} septembre 1937.

Unis, seule monnaie convertible en or, comme devise pivot des taux de changes fixes ajustables. S'il conserve donc théoriquement sa convertibilité externe (modérée par le maintien du contrôle des changes instauré en 1936), le franc français devient en interne une monnaie bancaire purement autoréférentielle. Cette évolution institutionnelle majeure s'accompagne en 1945 d'une loi de séparation des banques de dépôt et d'investissement (sur le modèle du *Glass-Steagall Act* américain de 1933), de la création de nouveaux organes de coordination (Conseil national du crédit, Conseil national des assurances, Caisse centrale de réassurance et, en matière d'assurance-crédit au commerce extérieur, Coface et Banque française pour le commerce extérieur), ainsi que d'une mainmise de l'Etat sur les principales structures de financement de l'économie, *via* les nationalisations. La Banque de France et l'année suivante la Banque d'Algérie deviennent enfin publiques à l'image de la Caisse des Dépôts et Consignation (leurs capitaux étaient jusque-là privés malgré leurs monopoles respectifs sur l'émission des billets et leur rôle dans le financement de l'Etat), celle des quatre principales banques commerciales disposant d'un réseau national (Crédit lyonnais, Société générale, Comptoir national d'escompte de Paris et Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie), puis en 1946, celles du Crédit national, du Crédit foncier, du Crédit agricole et du Crédit populaire, ainsi que de trente-quatre compagnies d'assurance⁵⁴.

Ces profonds bouleversements participent de la construction rapide, sur la base d'un compromis social qui manquait dans l'entre-deux-guerres, d'une nouvelle forme institutionnelle de la monnaie bancaire, caractérisée par sa mise sous tutelle publique. Selon François Bloch-Lainé⁵⁵, la nationalisation du crédit « a eu pour principal but de donner au gouvernement les moyens de répartir les ressources du crédit au mieux des intérêts économiques généraux et non plus au gré du hasard ou sous la pression de groupes d'intérêts privés »⁵⁶ : la confiance dans les mécanismes de marché du crédit et l'autorégulation du circuit monétaire a laissé place à la conviction que l'Etat doit administrer consciemment le système bancaire même si, pas plus qu'aux Etats-Unis ou ailleurs, le pouvoir d'émission des banques commerciales n'est remis en cause (comme l'avaient proposé Fisher et les partisans du *Chicago Plan* après la crise de 1929). De même, les marchés financiers sont règlementés sans que soit remis en question le principe de la cotation

⁵⁴ Nicole Chabanas et Eric Vergeau, « Nationalisations et privatisations depuis 50 ans », *INSEE Première*, n° 440, avril 1996, p. 2.

⁵⁵ Inspecteur général des finances, c'est l'un des pères et théoriciens du « circuit du Trésor ». Ancien directeur de cabinet du Ministre des Finances (nommé par Robert Schuman en juin 1946), François Bloch-Lainé est alors depuis juin 1947 directeur du Trésor, et le restera jusqu'à devenir en 1953, pour quatorze ans, directeur de la Caisse des dépôts et consignations.

⁵⁶ François Bloch-Lainé, *Le Trésor public, introduction et notion générale*, cours à Sciences Po Paris, 1948-1949, p. 80.

en continu des titres, et si la nationalisation des banques et assurances les retire de la bourse, elle n'abolit pas l'actionnariat en tant que tel, mettant en place des sociétés de droit privé mais de capitaux publics, contrairement à ce qui fut fait dans le secteur de l'énergie (EDF, GDF et Charbonnages de France) ou de la construction automobile (Régie Nationale des Usines Renault) avec la constitution d'établissements publics nationaux à caractère industriel et commercial (dotés d'une personnalité juridique de droit public)⁵⁷. Ainsi, les structures monétaires et financières d'origine privée ne sont pas remodelées en profondeur, mais sont plutôt mises sous tutelle publique. Elles acquièrent dès lors néanmoins un rôle fonctionnel⁵⁸ au sein d'une économie soumise à la planification et où l'Etat intervient massivement : le poids des dépenses publiques, qui était de 15 % du PIB seulement avant la Première Guerre mondiale, dépasse les 40 % dans les années 1960-70⁵⁹ – sans que cela ne crée pourtant un fardeau d'endettement insoutenable, bien au contraire : il demeure toujours inférieur à 20 % du PIB au cours des années 1960.

Certes, la France sort de la Deuxième Guerre mondiale avec une dette publique égale à de 269 % du PIB en 1944, mais elle parvient à diviser ce ratio par trois en seulement deux ans pour atteindre 89,5 % en 1946, soit moins que le niveau d'avant-guerre (96,5 % en 1938)⁶⁰, alors qu'il avait fallu douze ans pour revenir à ce seuil après 1918, en partant d'un niveau pourtant inférieur. Le ratio est encore divisé par deux au cours des deux années suivantes (46 % en 1948) avant de poursuivre sa décrue à un rythme plus lent (atteignant ainsi 33,6 % en 1952). Outre la forte croissance du PIB lié à la Reconstruction, cette fonte vertigineuse s'explique par le fait que l'abandon définitif de l'étalon-or permet une création monétaire débridée qui noie la dette de guerre dans l'inflation, ce qu'autorise le changement brutal des conventions relatives aux finances publiques suite au choc psychologique de la Grande Dépression et de la guerre : « à la hantise traditionnelle de l'inflation s'est substituée celle de la dépression et de la déflation » comme le résume Jean Monnet⁶¹. Ainsi, la masse monétaire augmente de 20,8 % en 1945, 32,8 % en 1946,

⁵⁷ Mais contrairement à ce qui prévaut dans l'aviation avec Air France et la Snecma (Société nationale d'étude et de construction de moteurs d'aviation) qui sont aussi des sociétés de droit privé à capitaux publics, comme la SNCF créée par le Front Populaire en 1937.

⁵⁸ Sur la notion de « finance fonctionnelle » (c'est-à-dire d'usage du déficit public comme outil de régulation macroéconomique) voir Abba Ptachya Lerner, « Functional finance and the federal debt », *Social research*, vol. 10, n° 1, février 1943, p. 38 à 51.

⁵⁹ Bruno Théret, « État, finances publiques et régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, op. cit., p. 189 à 197, p. 189.

⁶⁰ Michel-Pierre Chélini, *Inflation, État et opinion en France de 1944 à 1952*, Paris, IGPDE-CHEFF, 1998, Chapitre I, « Une inflation exceptionnelle », p. 3 à 103, Tableau 35 « Dette publique, France (1938-1952) », p. 76.

⁶¹ Cité par Michel Margairaz, « La reconstruction matérielle : crise, infléchissement ou ajustement ? », in Serge Berstein et Pierre Milza (dir.), *L'Année 1947*, Paris, Presse de Science Po, 1999, p. 17 à 44, p. 43.

24,2 % en 1947, 29,3 % en 1948 et 25,5 % en 1949⁶², mais elle diminue en valeur réelle de 1945 à 1948 du fait d'une inflation encore plus rapide. L'Etat profite directement de cette création monétaire dont il est de loin le premier bénéficiaire : en 1944, les concours à l'Etat représentent 84,1 % des contreparties de la masse monétaire (un taux en recul par la suite, à 69 % en 1946, 58 % en 1948 et 41,8 % en 1952, les concours à l'économie l'emportant au début des années 1950)⁶³.

En outre, les organismes publics sont de très loin les principaux émetteurs : le bilan de la Banque de France représente 72 % de la masse monétaire en 1944, celui de la Caisse des dépôts et consignations, 17 %. Il nous semble donc que cette configuration doit s'analyser comme une véritable *suspension de l'endogénéité* (mais non une suppression définitive), puisque la monnaie se trouve essentiellement (et presque entièrement en 1944) créée *par la puissance publique pour la puissance publique* : dès lors si le mode d'émission demeure encadré dans la *dette*, il est largement désencadré du *marché*. Cette forme d'exogénéité de la monnaie n'a rien à voir avec un retour à l'étalon-or tel qu'il prévalait en 1871 : au contraire, elle consiste à assumer la dimension institutionnelle de la monnaie qui, sous ses formes fiduciaire et scripturale délivrées des contraintes métalliques, peut être contrôlée par l'Etat pour mener des politiques fortes en matière de relance, de désendettement, de nationalisations et de planification, dans la cohérence d'ensemble du mode de régulation fordiste qui s'installe alors. On peut même analyser cette nouvelle forme institutionnelle comme la monnaie pleinement endogène d'un régime économique largement étatisé (donc exogène au marché). En grande partie administrées, l'offre et la demande de crédits maintiennent la création monétaire au niveau qui permet une forte croissance modérément inflationniste sans que cela ne relève d'une quelconque autorégulation du marché bancaire et du circuit monétaire.

En moyenne sur deux décennies, l'indice des prix à la consommation augmente de seulement 4,1 % par an entre 1953 et 1972⁶⁴ (même si la hausse est déjà systématiquement supérieure à 5 % dans les quatre années qui précèdent le premier choc pétrolier, contrairement aux neuf années antérieures). La politique monétaire expansionniste accompagne donc la forte croissance sans générer une inflation incontrôlable : on observe quelques pics ponctuels (6,2 % en

⁶² *Ibid.*, Tableau 36 « Masse monétaire, France (1938-1956) ».

⁶³ *Ibid.*, Tableau 40 « Contreparties de la masse monétaire, France (1938-1952) ».

⁶⁴ Calcul à partir des chiffres annuels fournis par Éric Monnet, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse de doctorat EHESS et École d'économie de Paris, 2012, Annexe I, tableau 2.1, p. 149.

1959 et 1972, et même 15 % en 1958) entre des périodes d'accalmie, sans tendance haussière systématique.

Comme l'ont montré les travaux de Michel Aglietta et André Orléan sur « l'ambivalence de la monnaie », l'institution monétaire oscille toujours entre deux faces : la face privée, objet de la violence du désir acquisitif individuel, et la face souveraine, objet de la confiance collective du corps social marchand tout entier⁶⁵. La sortie de la guerre se caractérise par une affirmation nette de la souveraineté, qui ouvre une période de prospérité au cours de laquelle le poids de l'Etat demeure fort, même si son désendettement diminue fortement son poids relatif dans la création monétaire au fil de la période, menant à une ré-endogénéisation de la monnaie qui demeure néanmoins sous tutelle publique par deux biais : le circuit du Trésor et l'encadrement quantitatif du crédit.

b) Le poids de la Banque de France et du Circuit du Trésor

La Banque de France a un poids très important dans la création monétaire : le ratio base monétaire sur masse monétaire ($M0 / M1$) dépasse les 50 % au milieu des années 1950 (contre seulement de 25 % un demi-siècle plus tard, au milieu des années 2000⁶⁶), notamment du fait de l'ampleur du refinancement des banques commerciales auprès de la banque centrale, ou du fait que le Trésor paye les fonctionnaires d'Etat par des chèques tirés directement sur son compte à la Banque Centrale, mais aussi tout simplement parce que les espèces représentent encore la moitié de la monnaie en circulation à l'époque (la création de la Carte bleue, première carte de paiement française, date de 1967). On mesure d'ailleurs ici le poids des habitudes culturelles et du niveau de développement technique des instruments de paiement dans les équilibres institutionnels macroéconomiques. Les chèques postaux sont aussi de plus en plus utilisés, et se substituent en partie aux dépôts bancaires. Comme le note Dominique Plihon : « Au passif [du système bancaire], la proportion des dépôts diminue, passant de 87,6 % à 71,8 % de 1946 à 1965, notamment sous l'effet de la concurrence du circuit du Trésor (chèques postaux). En contrepartie, le refinancement auprès de la Banque de France augmente, l'endettement des banques de second rang auprès de la Banque centrale devenant une caractéristique structurelle du système bancaire français. »⁶⁷

⁶⁵ Michel Aglietta et André Orléan, *La violence de la monnaie*, Paris, PUF, 1982 ; (dir.) *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998 ; *La monnaie : entre violence et confiance*, Paris Odile Jacob, 2002.

⁶⁶ Ordres de grandeur construits à partir des données de l'annuaire historique de la Banque de France.

⁶⁷ Dominique Plihon, « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993). Une analyse à partir des comptes de bilan et de résultats des banques AFB », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre 1995, p. 131 à 159, p. 144.

Mais au-delà du poids de la Banque de France dans le financement de l'économie, il faut souligner le rôle décisif du « circuit du Trésor » mis en place après-guerre, c'est-à-dire de l'ensemble des dispositifs sur lesquels l'Etat s'appuie pour gérer son déficit et devenir « l'investisseur et le banquier de l'économie nationale »⁶⁸ en mobilisant la trésorerie des « correspondants du Trésor » : banques nationalisées à la Libération, Caisse des dépôts et consignations, Caisses d'épargne, collectivités locales ou entreprises publiques et semi-publiques.

Éric Monnet insister sur la prépondérance des acteurs publics dans la circulation monétaire : « une caractéristique monétaire essentielle de cette période est que jusqu'au début des années 1970, plus de la moitié des liquidités sont distribués par l'Etat (Trésor, Banque de France, CDC) »⁶⁹ et non par les banques commerciales. Même si on observe que le poids de ces acteurs régresse au cours de la période, la monnaie est tout de même largement créée *par l'Etat*. Mais elle l'est aussi *pour l'Etat*, le Trésor public étant un grand bénéficiaire des émissions (bien que son poids relatif décroisse au cours du temps) comme le révèle l'examen des sources de la création monétaire : la dette publique représente en effet 38 % du total en 1955⁷⁰. Elle est financée par la Banque centrale à hauteur de 28 % en moyenne (soit 7 % du PIB) dans les années 1950, contre seulement 16 % (soit 3 % du PIB) au cours de la période 1960-1973⁷¹. Ainsi, à mesure que chute le poids de la dette publique relativement au PIB, les concours de la Banque de France au Trésor diminuent au profit des concours à l'économie : en 1950, les concours au Trésor représentent plus de 8 % du PIB contre 2 % pour les concours aux banques et entreprises, en 1970, le rapport s'inverse, à 2 % contre plus de 5 % (*ibid.*, Figure 2.17 p. 168).

Mais outre les avances directes et les comptes postaux, le financement monétaire de l'Etat prend aussi la forme « maquillée » des obligations cautionnées⁷² et des prêts à la construction de la Caisse des dépôts et consignations⁷³, dont la mobilisation par la Banque de France ouvrait un

⁶⁸ Benjamin Lemoine, *L'Ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'Etat et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte, 2016, p. 48.

⁶⁹ Éric Monnet, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse de doctorat EHESS et École d'économie de Paris, 2012, p. 154.

⁷⁰ Ratio construit à partir de J. Raillon, « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », *Études et conjoncture - Institut national de la statistique et des études économiques*, n° 6, 1956 (11^e année), p. 495 à 517, p. 514-515.

⁷¹ Éric Monnet, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse citée, p. 166.

⁷² Obligations du Trésor achetées par des entreprises en remplacement du paiement de certaines taxes (dispositif datant de 1875 mais généralisé à partir de 1947).

⁷³ En vertu d'un accord tacite entre le Trésor et la CDC, lorsque celle-ci faisait réescompter par la Banque de France ses prêts à la construction, elle déposait les fonds au compte courant du Trésor.

crédit au Trésor, représentent sans doute la moitié du total⁷⁴. Il s'agit là de dispositifs opaques qui sont autant le fruit de la complexité des normes comptables et des pratiques financières historiquement contingentes que d'une volonté délibérée du Gouverneur et du Conseil de la Banque de France et de l'administration du Trésor d'éviter la défiance que suscitent les concours directs dont le montant qui sont du reste encadrés par le Parlement (cette préoccupation ressort explicitement des archives citées par Éric Monnet). En privilégiant ainsi les financements implicites de l'Etat par la Banque centrale, les hauts fonctionnaires jouent donc sur les formes institutionnelles sibyllines de l'encastrement de la création monétaire dans le crédit bancaire pour masquer le fait qu'une part importante de la monnaie est bien créée par l'Etat (Banque centrale) pour l'Etat (Trésor public). Si les dépôts de trésorerie ne suffisent pas à couvrir le déficit, la soumission des banques à un « plancher d'effets publics » depuis 1948 permet de trouver les financements par une dette de court terme : les banques sont en effet obligées de détenir un montant minimal de bons du Trésor en proportion de leurs dépôts⁷⁵.

Enfin, il faut mentionner un nouveau mode de financement lié à l'essor de la Sécurité sociale, dotée de son propre budget qui échappe à l'endettement car il repose sur des prélèvements obligatoires qui augmentent régulièrement au cours des Trente Glorieuses, comme le rappelle Bernard Friot. Dès 1946, Amboise Croizat, Ministre du travail qui crée la Sécurité sociale à partir des caisses d'assurances sociales des années 1930, double le taux de cotisation (de 16 à 32% du salaire brut) et triple le montant des allocations familiales ; dans les années 1960, une nouvelle hausse finance la création des centres hospitaliers universitaires et le conventionnement de la médecine de ville ; dans les années 1970, une nouvelle augmentation fait passer la retraite de 40 % à 50 % du salaire à 65 ans (en plus du minimum- vieillesse créé en 1956). La demande globale est ainsi soutenue sans recours à l'endettement, car les cotisations permettent de financer à la fois la consommation (par allocation ou pensions et par gratuité ou remboursement de soins plutôt que par crédit) et l'investissement (notamment dans la CHU, *via* des subventions plutôt que des emprunts)⁷⁶.

⁷⁴ *Ibid.*, p. 165. Voir aussi figure 2.16 p. 168.

⁷⁵ Les effets publics doivent représenter 95 % de leur montant en portefeuille au 30 septembre de l'année précédente, toute augmentation des dépôts à vue et comptes à échéance depuis cette date devant en outre être couverte au moins à hauteur de 20 % par une hausse de l'encours de bons du Trésor. Paul-Jacques Lehmann, *Le système des réserves obligatoires et le contrôle de la masse monétaire*, Rouen, Presses universitaires de Rouen et du Havre, 1979, p. 281.

⁷⁶ Bernard Friot, *Emanciper le travail. Entretiens avec Patrick Zech*, Paris, La Disputre/Snédit, 2014, p. 50.

c) Essor du crédit à l'économie, encadrement quantitatif et qualitatif, et crise de la régulation fordiste de la monnaie bancaire

Si le mode de régulation fordiste est entièrement centré sur l'Etat, initialement tout-puissant sur la création monétaire à son propre bénéfice, la dynamique même du régime d'accumulation confère aux banques commerciales un rôle de plus en plus important dans le financement direct du secteur privé au cours de la période. Contrairement à la Banque d'Angleterre qui se concentre sur le financement de l'Etat, la Banque de France s'implique activement dans le financement de l'économie en soutenant l'essor du crédit, par exemple en étendant le réescompte des bons à trois mois aux titres à cinq voire sept ans pour le crédit logement afin de mieux refinancer les banques. Son poids dans les émissions en vient donc à diminuer progressivement dans la seconde moitié des Trente Glorieuses. L'encours total des crédits à l'économie représente 20 % du PIB en 1949, mais 62 % en 1973 – hausse financée en partie par la création monétaire des banques, dont le poids se fait croissant, même si elle est pour l'essentiel imputable aux crédits à moyen et long terme non mobilisables (c'est-à-dire non-réescomptable par la Banque de France) financés par une épargne préalable et principalement distribués par les « organismes spécialisés » sous contrôle public⁷⁷. Le poids de l'Etat se réduit progressivement en tant qu'émetteur, mais aussi en tant que destinataire de la création monétaire, à mesure que son rôle d'emprunteur se réduit. Remplaçant peu à peu les titres publics dans les emplois bancaires, les crédits bancaires voient leur part augmenter de 50 % à 90 % entre 1946 à 1965⁷⁸. Cette substitution du secteur privé au secteur public comme principal auteur et bénéficiaire de la création monétaire tend à ré-endogéniser la monnaie, la réencastrant dans le marché bancaire, mais elle est le reflet de la forte croissance impulsée par l'Etat lui-même. En outre, elle ne doit pas masquer le contrôle public des circuits de financement du secteur privé.

Intégrée à un dispositif général de planification, la Banque de France ne finance pas que l'Etat : elle a une véritable emprise sur le crédit bancaire à l'économie, ne se contentant pas d'une influence indirecte par une simple modification du taux directeur. Outre son rôle actif dans le refinancement, elle décide du *volume* de création monétaire *via* un « rationnement du crédit » en cas d'inflation (contrôle quantitatif⁷⁹) ainsi que de son *affectation* aux secteurs prioritaires *via* la

⁷⁷ Banques à statut légal spécial (Banques populaires et les Caisses du Crédit Agricole) et établissements publics et semi-publics allouant des crédits (Crédit National, Crédit Foncier, Caisse des Dépôts et Consignations...). Éric Monnet, thèse citée, figure 2.1 p. 150.

⁷⁸ Dominique Plihon, « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993) », art. cit., p. 144.

⁷⁹ Par la gestion active de divers instruments pour faire face aux stratégies de contournement : plafond de réescompte à la banque centrale, maximum de croissance du crédit par banque, ratio de liquidité ou de réserve.

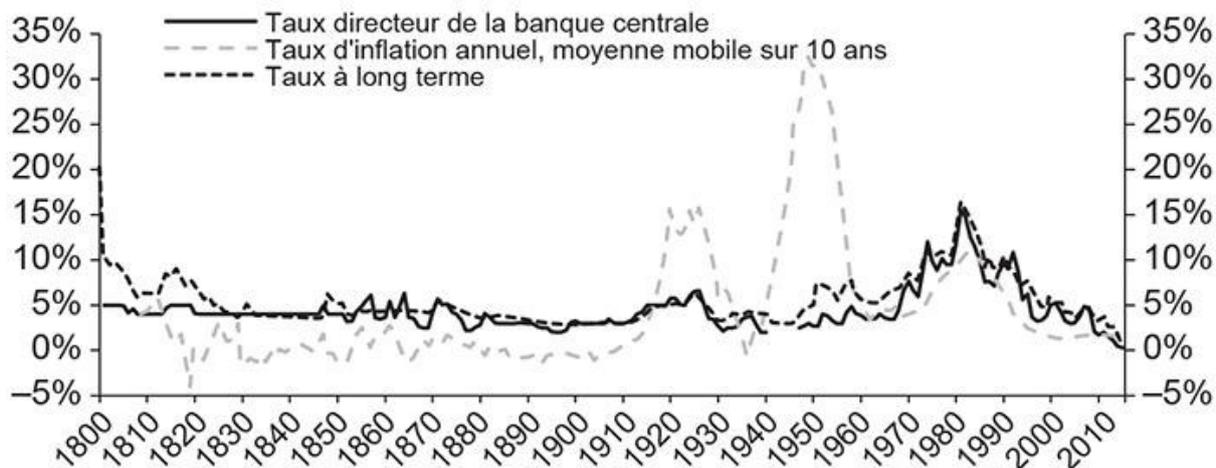
« sélectivité du crédit » (contrôle qualitatif). Cette régulation active conjointe du rapport monétaire et du rapport d'endettement s'appuie sur tout un écosystème institutionnel sous tutelle publique : Banque de France, Trésor, Commission de contrôle des Banques, Association professionnelle des banquiers, institutions financières spécialisées (Crédit National, Crédit Agricole, etc.)... Les décisions relatives au crédit sont en apparence prises de manière décentralisée, mais une coordination effective des différents acteurs est assurée par un organe paritaire rassemblant des représentants du monde financier public et privé : le Conseil national du crédit, hébergé par la banque centrale. Cette dernière assure en outre la tutelle des établissements dont les crédits participent à la création monétaire (le ministère des Finances contrôlant les autres) pour garder la main sur le niveau de la masse monétaire.

La politique de rationnement sporadique du crédit s'avère bien plus efficace, pour lutter contre les poussées d'inflation et rééquilibrer la balance des paiements, qu'une simple politique de hausse des taux : elle parvient à maîtriser non seulement la masse monétaire mais aussi l'inflation, et même le niveau de la production industrielle (au point que cette politique de contrôle quantitatif explique la moitié du cycle économique réel⁸⁰). Les taux directeurs ne sont pas utilisés activement : ils demeurent à un niveau bas pour ne pas compromettre le financement de l'Etat et du plan, le financement des secteurs clés étant garanti par la sélectivité du crédit. C'est ainsi que le mode de régulation absorbe les pics d'inflation (1952 et 1957-1958⁸¹) comme autant de « petites crises », jusqu'à ce qu'une « grande crise » l'emporte : la Grande Inflation (1968 à 1982), que la Banque de France ne parvient pas à réguler sans changer complètement de politique. Entre 1973 et 1987, elle radicalise l'encadrement du crédit, en exerçant une contrainte quantitative non plus ponctuelle mais permanente, quoique moins restrictive que dans les années 1960, mais sans succès, et elle doit utiliser l'instrument des taux directeurs dans une ampleur inédite, le passant de 4 % à 16 % entre 1971 et 1980, choc sans précédent en régime capitaliste comme le montre le graphique ci-dessous⁸² :

⁸⁰ Éric Monnet, « Monetary Policy without Interest Rates: Evidence from France's Golden Age (1948 to 1973) Using a Narrative Approach », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n° 4, octobre 2014, p. 137 à 169.

⁸¹ « Le fameux plan Pinay-Rueff, qui s'est imposé comme un des éléments fondateurs de la mythologie gaullienne, n'est en réalité adopté qu'à la fin de l'année 1958 et mis en œuvre alors qu'un ajustement de court terme a déjà été réalisé, en grande partie grâce au contrôle du crédit », Éric Monnet, thèse citée, p. 314.

⁸² Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », *Revue d'économie financière*, vol. 121, n° 1, 2016, p. 35 à 58 (<https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2016-1-page-35.htm>, consulté le 27/05/2024), Graphique 2 « Taux nominaux et inflation, France, 1800-2015 ».



Remarquons que la crise a été préparée par la dynamique-même du régime d'accumulation. La forte croissance de plein-emploi modérément inflationniste des années 1960 reposait sur un essor du crédit qui finit par rompre les conditions de sa propre reproduction, sous le poids d'une contradiction : du fait de l'encastrement de la monnaie dans la dette, la hausse de la masse monétaire nécessaire à la croissance passe par la hausse de l'endettement, or celui-ci peut se révéler soudainement insoutenable⁸³. Même si l'inflation allège le poids réel des dettes, elles s'alourdissent en termes nominaux, rendant les agents plus vulnérables à un choc de confiance sur leurs revenus futurs ou la valeur de leurs patrimoines, ou encore à un choc sur les taux d'intérêts s'appliquant à un passif croissant. En risquant d'éroder la solvabilité des agents, la hausse continue de l'endettement mine la confiance nécessaire à la croissance. C'est cette contradiction fondamentale qu'un mode de régulation ne peut qu'accommoder provisoirement, avant d'y succomber, comme ce fut le cas pour le mode de régulation fordiste dans les années 1970.

Avant même le premier choc pétrolier, l'inflation pointe au tournant des années 1960/70, ce qui amorce une mécanique wicksellienne de hausse cumulative des prix. En effet, les taux d'intérêts réels se trouvent dégradés, atteignant même le plancher de 0 %, ce qui augmente la rentabilité des investissements pour les entreprises, entretenant leur demande de crédit, donc la dynamique de création monétaire inflationniste, comme le note Robert Boyer⁸⁴. Les ménages participent aussi au processus, en acquérant logements et biens durables à crédit. La hausse de la

⁸³ L'économie peut certes théoriquement décrire un sentier de croissance équilibré tant que l'endettement augmente proportionnellement au PIB, mais rien ne garantit en pratique que l'endettement des agents nourrissant la création monétaire progresse de manière proportionnelle à la production réelle, qui peut par exemple buter sur des limites physiques l'empêchant de suivre le rythme de la demande, ce qui provoque des tensions inflationnistes.

⁸⁴ Robert Boyer, « Knut Wicksell, *Intérêt et prix* (1898). Commentaire de R. Boyer », art. cit.

demande bute sur les capacités de production qui ne peuvent croître au même rythme⁸⁵. Le cercle vicieux de l'inflation s'arrête quand la remontée des taux directeurs finit par augmenter les taux réels de marché (qui stagnaient à zéro de 1972 à 1980 du fait de la Grande Inflation mais dépassent les 4 % entre 1982 à 2000) et compromet la rentabilité des investissements des entreprises (par ailleurs confrontées à la hausse des salaires et des prix des matières premières) : c'est ainsi que l'inflation est brisée en même temps que la croissance, comme aux Etats-Unis avec le choc Volcker. Après quelques hésitations, la France de François Mitterrand choisit dès 1983 de s'aligner sur les politiques austéritaires, renonçant à la politique socialiste et keynésienne du Programme commun pour rester dans le Système Monétaire Européen : c'est la fin du mode de régulation fordiste et l'avènement du consensus néolibéral.

3) Perte de revenu, hausse de l'endettement et baisse des taux en régime néolibéral

a) Un nouveau paysage institutionnel

Le passage d'un mode de régulation à un autre n'est jamais immédiat, car il est le fruit de ruptures institutionnelles successives, de blocages ou retours en arrière, et de tentatives tâtonnantes. Dès 1971, l'abandon par Nixon de la convertibilité du dollar inaugure les changes flottants, mais les pays du Vieux Continent tentent de maintenir des couloirs de fluctuation limités entre leurs devises respectives, à travers le Serpent Monétaire Européen (1972 à 1978) puis le Système Monétaire Européen (1979 à 1993), qui prépare la monnaie unique (l'euro s'apparentant à des changes fixes radicalisés, car non-ajustables, entre les pays-membres, et à des changes flottants en externe). De même, comme nous l'avons vu, la Banque de France s'essaye dès 1973 à une politique quantitative renouvelée (l'encadrement permanent du crédit) qui s'avère finalement inefficace, notamment du fait de la libéralisation financière croissante : ne pouvant fonder une nouvelle forme de régulation pérenne, cette pratique est abandonnée en 1987, la politique de taux devenant pour la banque centrale le principal instrument de régulation de la monnaie et de la dette en régime néolibéral. Des hésitations similaires se font jour à propos de la tutelle publique sur les banques : de même que la politique initiale d'encadrement temporaire du crédit avait été radicalisée durant la période intermédiaire, de même la loi du 11 février 1982 étend les nationalisations bancaires de la Libération à une quarantaine de nouveaux établissements (le CIC, le Crédit du Nord, le Crédit commercial de France, la Banque Rothschild, la Banque Worms, la Banque La Hélin, la Compagnie financière de Paribas, la Compagnie

⁸⁵ L'inflation et le ralentissement de la croissance ont bien sûr d'autres facteurs explicatifs : chocs pétroliers, conflit de répartition, saturation des marchés des biens de premier équipement, etc.

financière de Suez, etc.)⁸⁶, y compris donc les banques d'affaires qui n'étaient pas tombées dans le giron de l'Etat en 1945. Mais de même que la banque centrale renonce finalement à l'encadrement du crédit, de même la loi d'août 1986 et celle de juillet 1993 procèdent à d'importantes privatisations bancaires (et industrielles) qui remettent en cause jusqu'aux acquis de l'après-guerre. Entrée avec retard dans le mode de régulation néolibéral en comparaison de l'Angleterre thatchérienne et des Etats-Unis reaganien, la France finit par s'y convertir tout à fait.

Ce nouveau modèle consiste d'abord à démanteler la régulation active de l'économie par un Etat planificateur et interventionniste, pour lui préférer la régulation par le marché concurrentiel – et, de plus en plus, par les marchés financiers, qui sont progressivement libéralisés : fin de la parité fixe avec le dollar en 1971, libre circulation des capitaux prévue par l'Acte Unique Européen en 1986, légalisation de la titrisation en 1987, suppression du contrôle des opérations de change en 1989, etc. Concernant la forme institutionnelle du rapport monétaire, les bouleversements sont également immenses : outre les changes flottants, la fin de l'encadrement du crédit, les privatisations, la financiarisation du modèle d'activité des banques et la fin de la séparation bancaire, notons la priorité donnée, en matière de politique monétaire, à la stabilité des prix plutôt qu'à la croissance et à l'emploi (la lutte féroce contre l'inflation par la politique de taux, initiée aux Etats-Unis par le choc Volcker). Ce changement d'objectif principal mène à l'indépendance de la banque centrale, qui se voit interdire de financer le déficit budgétaire. En conséquence, la part de la dette publique détenue par la Banque de France, qui oscillait entre 15 % et 30 % pendant les Trente Glorieuses malgré une décade déjà à l'œuvre au cours de la période, est quasiment nulle à la veille de la crise de 2007 (même si les titres de dette souveraine sont toujours acceptés comme collatéraux par la Banque centrale pour ses prêts aux banques commerciales⁸⁷) alors même que le ratio dette publique / PIB double (passant d'un tiers à deux tiers entre le milieu des années 1950 et le milieu des années 2000).

Le rôle de l'Etat recule dans la création monétaire, en tant que bénéficiaire et en tant qu'émetteur. Le poids de la dette publique dans les contreparties de la masse monétaire diminue de moitié en un peu plus d'un demi-siècle (passant de 38 % en 1955⁸⁸ à 18 % en 2011⁸⁹), alors même que l'encours de la dette publique augmente formidablement – en valeur absolu, mais aussi relativement à

⁸⁶ Un certain nombre d'industries sont aussi concernées, comme Thomson, Saint-Gobain-Pont-à-Mousson, la Compagnie Générale d'Electricité, Rhône-Poulenc, Pechiney-Ugine-Kuhlmann, Sacilor ou encore Usinor.

⁸⁷ Pour des montants hors-bilan considérables : selon la BCE, les titres publics représentaient en 2006 une somme de 4 500 milliards d'euros (soit 52 % du total des garanties négociables éligibles).

⁸⁸ Ratio construit à partir de J. Raillon, « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », art. cit., p. 514-515.

⁸⁹ Dominique Plihon, « III. La monnaie dans l'économie », *La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, 2013 (2000), p. 41 à 52 (<https://www.cairn.info/la-monnaie-et-ses-mecanismes--9782707176394-page-41.htm>, Tableau 5. « M3 et ses contreparties. Bilan consolidé des IFM de la zone euro »).

la masse monétaire : elle avait à peu près le même montant que M1 vers 1955, mais représente le double cinquante ans plus tard). La monnaie est donc de moins en moins créée pour l'Etat, mais elle est aussi de moins en moins créée par la Banque centrale : le ratio base monétaire sur masse monétaire ($M0 / M1$) passe de plus de 50 % à moins de 25 % entre le milieu des années 1950 et le milieu des années 2000⁹⁰. Cela nous semble s'expliquer essentiellement par le fait que la part des pièces et des billets dans la masse monétaire chute au profit des dépôts : elle passe en effet de 51 % à 16 % entre 1950 et 2000, la part des dépôts à vue augmentant donc de 49 % à 84 % en un demi-siècle. L'évolution des réserves des banques commerciales à la Banque centrale (c'est-à-dire la partie scripturale de la monnaie centrale) est quant à elle négligeable depuis la fin des Trente Glorieuses. En effet, instaurées en 1967 (et se substituant au plancher d'effets publics et au coefficient de trésorerie), les réserves obligatoires sont fixées en octobre 1967 par la Banque de France à 4,5 % pour les dépôts à vue⁹¹, ce qui constitue un montant moins important que les billets en circulation, descendra jusqu'à 1% après la crise des *subprimes*. Les réserves excédentaires des banques s'élèvent tout de même considérablement entre 2015 et 2019 du fait de l'assouplissement quantitatif, mais elles étaient faibles en 2006.

b) La nouvelle forme institutionnelle de la monnaie bancaire, entre évolutions contingentes et choix politiques délibérés

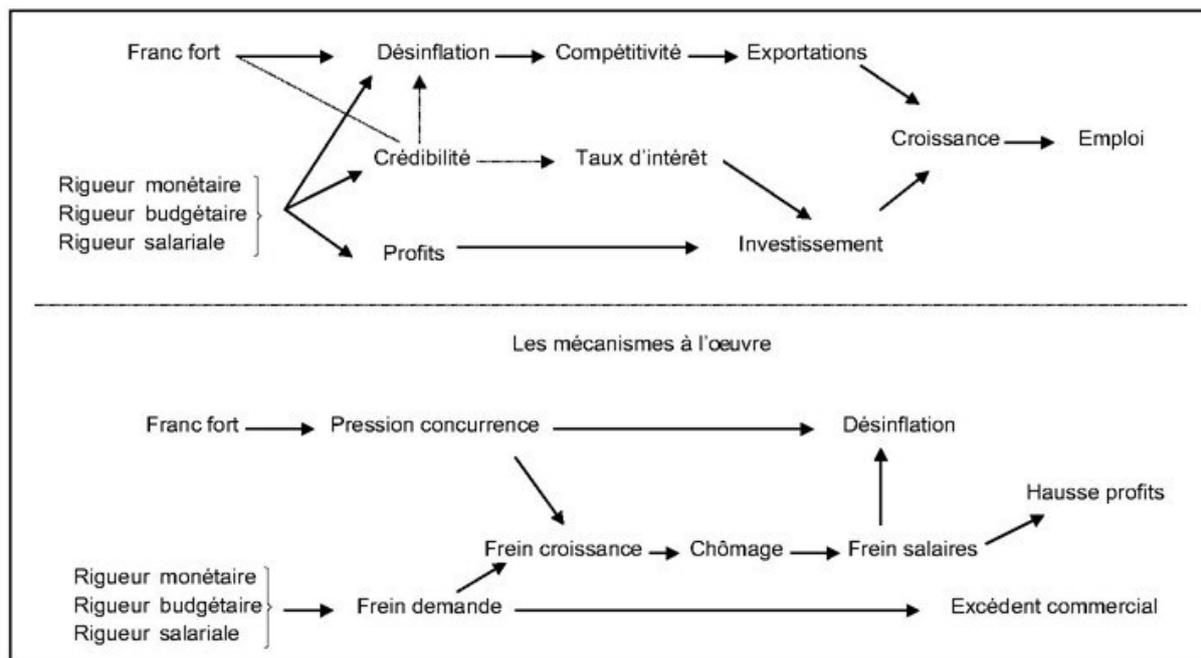
Le recul de la Banque centrale dans la création monétaire s'explique donc bien pour l'essentiel par la chute du poids des espèces : on observe ainsi que loin de se limiter aux politiques publiques mises en œuvre, un mode de régulation repose aussi sur un ensemble de normes sociales, notamment sur la contingence des techniques et habitudes culturelles de paiement, qui s'avèrent historiquement et géographiquement variées et contribuent à définir les équilibres d'ensemble d'un régime d'accumulation donné. Mais des orientations politiques délibérées, comme la politique du « Franc fort » poursuivie par tous les gouvernements pendant plus de quinze ans (1983-1998), jouent aussi bien sûr un rôle primordial dans l'avènement d'un régime de croissance très différent du régime fordiste. Comme le résume Michel Cabannes et Marc-Alexandre Sénégas : « la prédominance de la rigueur monétaire et de l'appréciation réelle du change ont durablement freiné l'activité en suscitant une atonie de la demande intérieure, avec des effets induits positifs pour la stabilité nominale interne et externe, mais négatifs pour les finances publiques et l'emploi »⁹², même

⁹⁰ Ordres de grandeur construits à partir des données de la Banque de France – en particulier, pour les années 1950, de son annuaire historique.

⁹¹ Sylviane Guillaumont-Jeanneney, *Politique monétaire et croissance économique en France, 1950-1966*, Paris, Armand Collin, 1969, p. 41-42.

⁹² Michel Cabannes et Marc-Alexandre Sénégas, « La politique française de désinflation compétitive : les faits et gestes en perspective », *L'économie française dans la compétition internationale au XXe siècle*, édité par Maurice

si tel n'était bien sûr pas l'objectif de comme l'illustre le schéma suivant confrontant le scénario attendu aux mécanismes effectifs ⁹³ :



Un mode de régulation n'est pas un plan délibérément élaboré et efficacement implémenté : les équilibres qu'il dessine sont aussi le fruit de hasards et d'effets inattendus – même si leur persistance révèle, en l'absence de remise en cause des politiques menées, une tolérance à ces effets, reflet du choix politique plus ou moins conscient de privilégier à tout prix la stabilité des prix quitte à sacrifier l'emploi⁹⁴. Le maintien durable d'une telle orientation malgré les alternances politiques suppose que les évolutions monétaires participent de la construction d'une cohérence d'ensemble sur la longue durée – la déviation socialiste de 1981-1983 est d'ailleurs vite sanctionnée par les déséquilibres que provoquent son désajustement par rapport aux autres formes institutionnelles. Déjà amorcé au cours des Trente Glorieuses, la substitution du secteur privé au secteur public comme principal émetteur et bénéficiaire de la création monétaire reflète le retrait progressif de l'Etat qui prend place sous différentes formes en régime néolibéral : privatisations, fin de la planification, recul des recettes fiscales, abandon de la finance fonctionnelle, abolition des barrières douanières, recul de la protection sociale... Tout cela contribue à instaurer un régime durable de croissance faible (2,5 %

Lévy-Leboyer, Institut de la gestion publique et du développement économique, 2006 (<https://doi.org/10.4000/books.igpde.4702>, consulté le 27/05/2024).

⁹³ *Ibid.*, Schéma 1 « Le scénario attendu ».

⁹⁴ Ce que reflète le concept néolibéral de NAIKU (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

entre 1983 et 1990, 1,5 % entre 1991 et 1998⁹⁵), non-inflationniste et générateur d'une hausse soutenue du taux de chômage (de 8 % en 1982 à 11,8 % en 1998).

Malgré ses faibles performances sociales, ce nouveau régime d'accumulation connaît tout de même une croissance continue, et une étonnante stabilité en dépit du démantèlement de tous les mécanismes de régulation étatiques qui caractérisaient les Trente Glorieuses, en particulier en matière de circuit monétaire : comment expliquer cela ? Le marché du crédit désencastré de sa tutelle publique serait-il subitement devenu autorégulateur ? Il n'en est rien, comme l'a montré la crise de 2008, spectaculaire confirmation de l'instabilité intrinsèque de la monnaie endogène. Entretemps, il nous semble que la dynamique peut se résumer comme suit : une croissance portée par une hausse constante de l'endettement public et privé, liée à la perte de revenu (dans le cas de l'Etat) ou à la stagnation des revenus (dans le cas des ménages) qui pousse les agents à recourir toujours davantage à l'emprunt pour maintenir par hystérèse leur niveau de dépense, la soutenabilité de la dette qui en résulte étant sans cesse prolongée par la baisse presque continue des taux, qu'autorise la grande modération de l'inflation

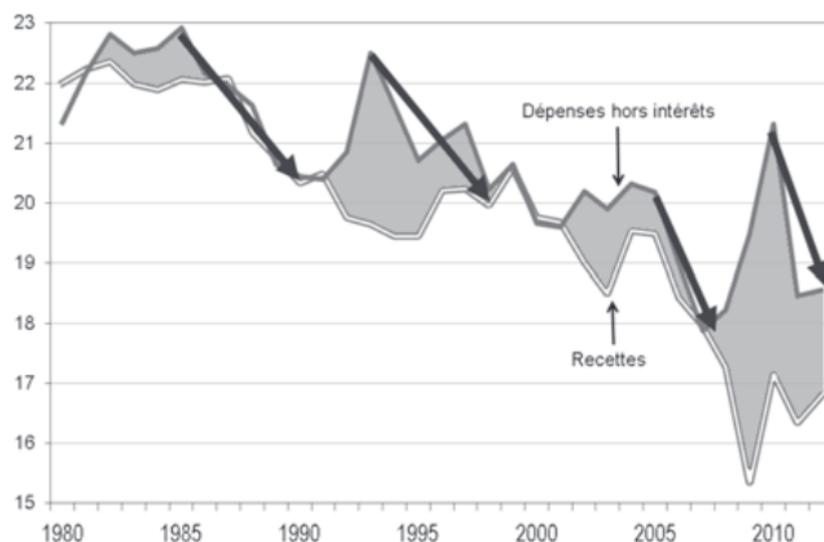
c) Fabrique de la dette publique et privée et gestion de la contrainte de solvabilité

En l'absence d'économie planifiée, quels dispositifs institutionnels permettent le maintien d'un endettement croissant, nécessaire à la hausse continue de la masse monétaire qui solvabilise la demande et permet la croissance observée sur la période ? La fabrique néolibérale de la dette publique passe par deux leviers : l'attrition des recettes fiscales et la mise en marché de la dette de l'Etat. Contrairement à une idée reçue, la dette publique n'est pas due à l'ampleur de dépenses propre à un régime étatiste (comme on l'a vu, la dette publique fut très vite ramenée à un niveau faible pendant les Trente Glorieuses : moins d'un tiers du PIB en 1952), elle est au contraire due à la diminution des recettes caractéristique d'un régime libéral qui réduit fréquemment la fiscalité des entreprises ainsi que des hauts revenus et patrimoines au nom de la compétitivité et de l'attractivité, maître-mot du capitalisme mondialisé. La hausse des dépenses publiques est fréquemment dénoncée, mais si l'on exclut la charge d'intérêt de la dette, les dépenses de l'Etat (périmètre qui n'inclut certes pas les collectivités locales ni les organismes de Sécurité sociale) chutent de plus de 3 points de pourcentage relativement au PIB entre 1980 et 2007 – avant de remonter du fait de la crise – et ce malgré l'essor

⁹⁵ Michel Cabannes et Marc-Alexandre Sénégas, « La politique française de désinflation compétitive : les faits et gestes en perspective », *L'économie française dans la compétition internationale au XXe siècle*, édité par Maurice Lévy-Leboyer, Institut de la gestion publique et du développement économique, 2006 (<https://doi.org/10.4000/books.igpde.4702>, consulté le 27/05/2024).

des dépenses d'éducation lié au projet d'amener « 80% d'une classe d'âge au niveau du baccalauréat d'ici à 2000 » (objectif proclamé en 1985 par le Ministre Chevènement et inscrit quatre ans plus tard dans la loi d'orientation du Ministre Jospin). Conformément à la stratégie néolibérale résumée outre-Atlantique par le slogan « starving the beast »⁹⁶, la baisse des recettes fiscales justifie à plusieurs reprises celle des dépenses non financières, comme l'illustre le graphique suivant⁹⁷ :

Dépenses et recettes de l'Etat en % du PIB 1980-2012

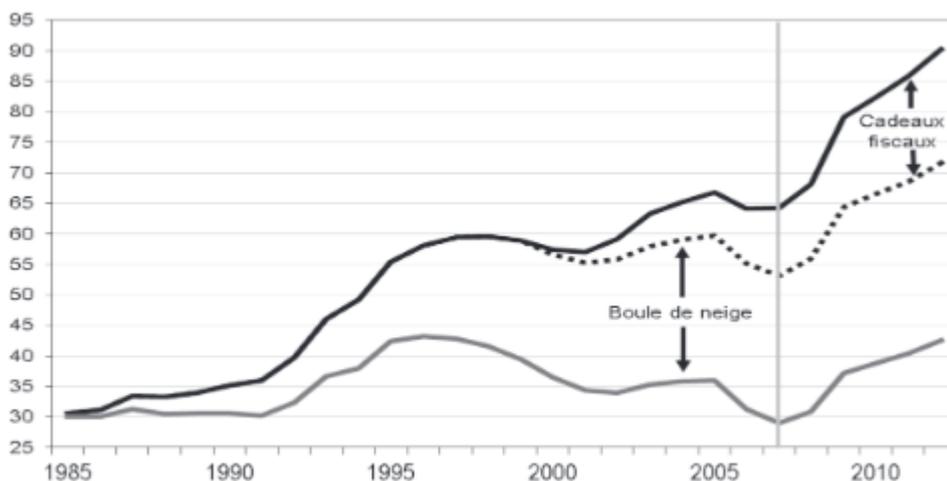


La dette publique est donc bien une construction néolibérale – le budget de l'Etat étant systématiquement déficitaire depuis 1975, au début de la présidence Giscard d'Estaing qui met fin au consensus gaullo-communiste sur le rôle de la puissance publique dans l'économie. Entre 1992 et 2002, la dette de l'administration centrale passe de 30 % à 50 % du PIB selon les données de l'OCDE. Mais cela n'est pas dû qu'à l'érosion de la base fiscale : l'autre levier de la fabrique de la dette publique est sa mise en marché, qui ajoute à l'encours constitué par les déficits les intérêts cumulatifs au taux fixé par la libre concurrence. Cette pratique est délibérément institutionnalisée par les hauts

⁹⁶ « Affamer la bête ». Sur l'origine de cette expression employée en 1985 à la Maison Blanche à propos des baisses d'impôt visant à imposer une baisse ultérieure des dépenses publiques (stratégie publiquement assumée par le futur banquier central Greenspan en 1978 ou le futur Président Reagan en 1980), voir Augustin Sersiron, *Monnaie et dette*, thèse citée, note 1 p. 262.

⁹⁷ Michel Husson, avec Pascal Franchet, Robert Joumard, Evelyne Ngo, Patrick Saurin et Henri Sterdyniak, *Que faire de la dette ? Un audit de la dette publique de la France*, rapport du Collectif pour un Audit citoyen de la dette publique, 2014, p. 6 : « La stratégie néolibérale de réduction des dépenses de l'Etat fonctionne de la manière suivante : une récession provoque une augmentation temporaire du ratio dépenses / PIB ; les recettes chutant du fait de la récession, on laisse se gonfler le déficit. Dans un second temps, on justifie le freinage des dépenses par la nécessité de les ajuster aux recettes. Seule la période 2000-2005 fait exception à ce schéma : il n'y a pas eu de récession mais une chute entièrement planifiée des recettes. La tendance permanente au déséquilibre budgétaire est donc engendrée par les choix de politique fiscale qui à leur tour viennent ensuite légitimer le recul ultérieur des dépenses publiques. »

fonctionnaires soucieux de soumettre le Trésor à la discipline de marché⁹⁸, dans une conception typiquement néolibérale faisant de l'Etat un agent comme les autres. C'est donc la combinaison de deux tendances anti-étatistes qui génère l'essentiel de la dette publique, comme le résume ce graphique⁹⁹ :



Source : Insee, comptabilité nationale ; calculs CAC

La logique de la dette s'insinue même au sein des organismes de Sécurité sociale : les investissements des plans « Hôpital 2007 » et « Hôpital 2012 » sont ainsi financés non plus par cotisation-subvention comme lors de la construction des CHU pendant les Trente Glorieuses, mais essentiellement par emprunt – à taux variables, donc risqués, pour 9 % de l'encours total en 2014¹⁰⁰. Après un triplement en dix ans, la dette des établissements publics de santé atteint déjà 30 Mrds € en 2012 : il en découle logiquement une pression financière inédite sur l'hôpital public (100 000 lits d'hôpitaux fermés en vingt ans de 1997 à 2017, soit un cinquième des capacités¹⁰¹, malgré l'augmentation et le vieillissement de la population).

La fabrique de la dette privée repose quant à elle avant tout sur l'hystérèse de la dynamique de dépense des ménages malgré la stagnation de leurs revenus. En France, la part des dividendes

⁹⁸ Benjamin Lemoine, *L'Ordre de la dette*, op. cit. Ainsi, p. 29 : « Comme l'affirme dans les années 1980 avec fierté le directeur du Trésor, Daniel Lebègue : " Nous sommes dorénavant en complète égalité avec les autres émetteurs sur les marchés de l'argent, nous devons donc être compétitifs. " ».

⁹⁹ Michel Husson, avec Pascal Franchet, Robert Joumard, Evelyne Ngo, Patrick Saurin et Henri Sterdyniak, *Que faire de la dette ? Un audit de la dette publique de la France*, rapport cité, p. 4.

¹⁰⁰ Cour des Comptes, Communication à la commission des affaires sociales et à la mission d'évaluation et de contrôle des lois de financement de la sécurité sociale de l'Assemblée nationale, *La dette des établissements publics de santé*, avril 2014.

¹⁰¹ Les capacités s'élèvent à 498 929 lits en 1997 (DREES, « L'activité des hôpitaux en 1997 et 1998 », *Etudes et résultats*, n° 24, juillet 1999, Tableau 2, p. 3, <https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/er024.pdf>, consulté le 15/04/2020) contre 399 865 en 2017 (DRESS, *Les établissements de santé*, 2019, Tableau 1, p. 19, <https://drees.solidarites-sante.gouv.fr/IMG/pdf/es2019.pdf>, consulté le 15/04/2020).

dans la valeur ajoutée des sociétés non financières est passée de 3 % en 1981 à 7 % en 2000¹⁰². La part des salaires dans le PIB a ainsi fortement diminué après la hausse des années 1970 et du début des années 1980, avant de se stabiliser autour d'un taux historiquement bas (65 %) depuis le début des années 1990. Cela s'explique par de multiples raisons tenant aux nouvelles formes institutionnelles des divers rapports sociaux fondamentaux du capitalisme : forme du rapport salarial (baisse du taux de syndicalisation, recul des négociations collectives et de la protection sociale, flexibilisation du marché du travail, pression du chômage, etc.) mais aussi forme d'insertion de l'économie dans les échanges internationaux (libre-échange, concurrence chinoise...), forme de la finance (financiarisation de l'actionnariat, etc.), forme de la concurrence sur le marché des biens et services (qui se trouve accrue par la fin de la forme oligopolistique avec la démantèlement par les investisseurs financiers des conglomérats à fort pouvoir de marché) et forme d'intervention de l'Etat (privatisations, fin de la planification, etc.). Tous ces facteurs combinés mènent donc à une stagnation des revenus des ménages malgré les gains de productivités réalisés au cours de la période, mais l'effet à la baisse sur les dépenses est compensé par la réduction du taux d'épargne des ménages (à 15-16 % au début des années 1990, taux inférieur à celui des Trente Glorieuses¹⁰³) et la hausse de leur endettement. Entre 1996 et 2007, celui-ci passe de 49 % à 72 % du revenu disponible brut, permettant le maintien du niveau de consommation, mais aussi de l'investissement immobilier (qui pèse 70 % des crédits des ménages en France).

C'est ainsi que le mode de régulation néolibéral solvabilise la demande, en France comme ailleurs, et maintient une certaine croissance, même si celle-ci demeure faible alors qu'elle ne bute sur aucune limite d'offre, comme en témoigne l'absence d'inflation et le chômage de masse – preuve que la régulation par le marché et la concurrence n'assure pas une reproduction optimale des rapports sociaux du capitalisme au plein-emploi des ressources productives. A la dette des ménages s'ajoute bien sûr celle des entreprises, également en hausse, notamment du fait du recours à l'emprunt bancaire ou obligataire pour réaliser un effet de levier au profit des actionnaires, dans le contexte d'un régime d'accumulation financiarisé. Les banques elles-mêmes jouent un rôle croissant dans la dynamique d'endettement généralisée des acteurs non financiers, tout en voyant leur propre passif s'alourdir : le bilan agrégé du système bancaire français passe ainsi de 175 % du PIB en 1998 à 406 % en 2008¹⁰⁴.

¹⁰² Joël Bourdin, *L'Économie française et les finances publiques à l'horizon 2013 : les défis d'une nouvelle croissance économique*, Rapport d'information de la Délégation du Sénat pour la Planification, publié en Annexe au procès-verbal de la séance du 12 novembre 2008 du Sénat, synthèse du rapport, p. 3.

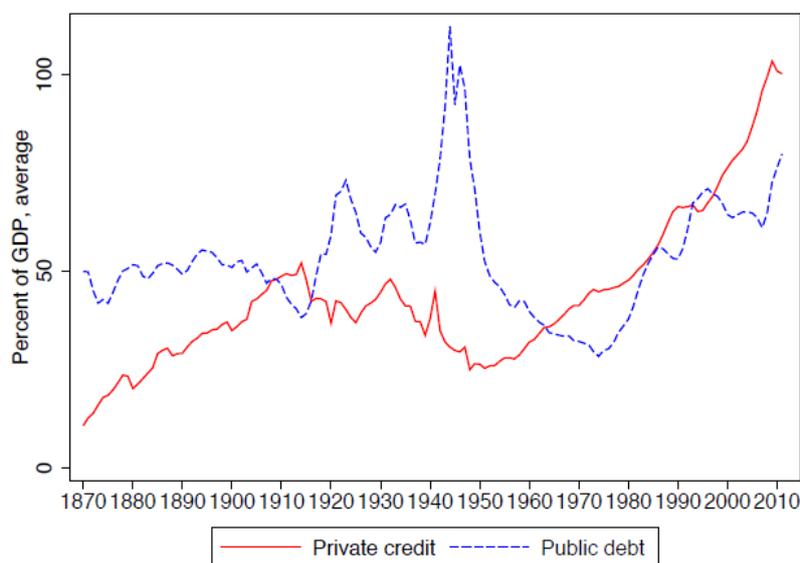
¹⁰³ Joël Bourdin, rapport sénatorial cité, p. 44.

¹⁰⁴ ACPR, Données du marché français de la banque 2018 (<https://acpr.banque-france.fr/les-chiffres-du-marche-francais-de-la-banque-et-de-lassurance-2018>, publié le 12/11/2019), Fig. I2, Total de bilan agrégé du secteur bancaire français, en milliards d'euros et en pourcentage du PIB, sur la période 1997-2018.

Cet essor spectaculaire est nourri par celui de la dette publique mise en marché, et plus généralement par le développement des marchés financiers, vers lesquels les banques tournent leur modèle d'activité en complétant le mode d'émission bancaire traditionnel par le mode acquisitif (nouvelle manière de créer la monnaie par achat de titres plutôt que par octroi de crédit) : au bilan des banques françaises, la part des titres à l'actif passe ainsi de 5 % au début des années 1980 à 45 % au début des années 2000 (avant une légère baisse dans l'après-crise financière, pour atteindre 40 % en 2019, soit tout de même huit fois plus que quarante ans plus tôt)¹⁰⁵. Comme nous l'avons déjà mentionné, cela s'ajoute au dévoiement du circuit monétaire dû au fait que le mode d'émission bancaire traditionnel est détourné de la production et orienté vers le crédit immobilier potentiellement spéculatif [[cf. *supra*, p. 10]].

Les équilibres institutionnels que nous décrivons ne sont pas propres à la France. Partout dans le monde, quoiqu'avec des variations géographiques significatives¹⁰⁶, le régime néolibéral a reposé sur une dette croissante, tant publique que privée, qui atteint des niveaux inédits dans l'histoire du capitalisme (en dehors des périodes de guerre pour ce qui concerne la dette publique) comme le montre ce graphique¹⁰⁷ regroupant les données de dix-sept pays développés :

Figure 1. Private credit and public debt in advanced economies since 1870



C'est l'ensemble de ce système qui se fracasse sur le mur de la dette à partir de la crise des *subprimes* qui éclate aux Etats-Unis à partir des crédits hypothécaires titrisés (preuve de l'absence

¹⁰⁵ Dominique Plihon, « L'intermédiation bancaire : la grande transformation », *Revue d'économie financière*, n° 142, 2021, p. 99 à 115.

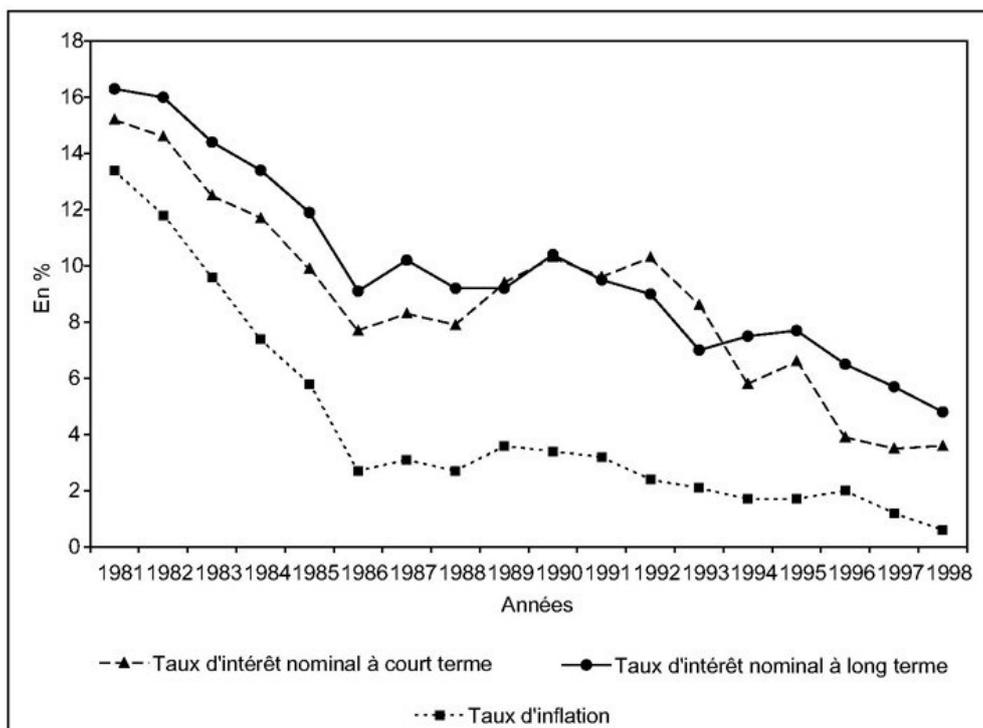
¹⁰⁶ Pour une analyse détaillée des ressorts de l'endettement public et privé en zone euro et aux Etats-Unis depuis les années 1980, dans une approche comparative, voir Augustin Sersiron, *Monnaie et dette*, thèse citée, Chapitre VI « La régulation de la monnaie endogène en régime néolibéral », p. 251 à 306, en particulier p. 276 à 283.

¹⁰⁷ Òscar Jordà, Moritz Schularick et Alan M Taylor, « Sovereigns versus Banks: Crises, Causes and Consequences », CEPR Discussion Paper 9678, 2013. La dette du secteur financier n'est pas incluse.

d'autorégulation du marché du crédit, et du détournement spéculatif du circuit de la monnaie endogène vers les marchés financiers). On remarque que les fléchissements de la dette publique sont compensés par la hausse de l'endettement privé. Inversement, quand celui-ci marque le pas, la dette publique réalise un nouveau bond, comme après la crise de 2008, avec le sauvetage des banques, les politiques de relance, la chute des recettes fiscales indexées sur le niveau d'activité, et la hausse des dépenses sociales. En France, la dette publique passe de 64,5% du PIB en 2007 à 91 % en 2011.

Jusque-là, la contrainte de solvabilité des agents publics et privée était sans cesse repoussée, en France comme ailleurs, par des baisses de taux répétées, partant du point haut instauré par le choc Volcker. Cette chute des taux sur la longue durée risque d'entamer les revenus des créanciers, point critique dans un régime d'accumulation qui est structurellement favorable au capital, à l'inverse de ce qui prévalait durant les Trente Glorieuses, c'est-à-dire bien sûr aux actionnaires plutôt qu'aux salariés, mais aussi aux créanciers plutôt qu'aux débiteurs. En réalité, les taux réels sont préservés grâce à la grande modération de l'inflation, issue de la combinaison des différentes formes institutionnelles constitutives du mode de régulation néolibéral : la pression concurrentielle qui pèse sur les prix est nourrie par la mondialisation des échanges, le démantèlement des conglomérats, les privatisations, ou encore l'ouverture à la concurrence des monopoles publics. C'est donc la désinflation inhérente au régime néolibéral qui permet la baisse des taux nominaux malgré le primat accordé aux créanciers, comme l'illustre le graphique ci-dessous pour le cas français¹⁰⁸ :

¹⁰⁸ Michel Cabannes et Marc-Alexandre Sénégas, « La politique française de désinflation compétitive : les faits et gestes en perspective », *L'économie française dans la compétition internationale au XXI^e siècle*, édité par Maurice Lévy-Leboyer, Institut de la gestion publique et du développement économique, 2006 (<https://doi.org/10.4000/books.igpde.4702>, consulté le 27/05/2024), Graphique 2 « Évolution des taux d'intérêt nominaux et de l'inflation ».



La politique de taux décroissants est donc la clé de voûte qui maintient la cohérence du mode de régulation néolibéral. Ainsi, l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 n'est pour ce dernier qu'une « petite crise » absorbée par une baisse des taux directeurs. Mais la dynamique interne d'un tel régime d'accumulation tiré par la dette atteint une contradiction indépassable dès lors que les taux sont au plancher : c'est pourquoi la crise de 2008 sera la « grande crise » du mode de régulation, obligeant les banques centrales (y compris la Banque de France à partir de 2015) à renouer avec une politique quantitative, cette fois expansionniste plutôt que restrictive, et passant par le mode acquisitif d'émission (l'achat d'obligations souveraines) plutôt que le contrôle du crédit. Cela s'avèrera d'ailleurs inefficace, l'inflation en zone euro étant inférieure de moitié à sa cible de 2 % entre 2015 et 2019. En outre, le banquier central se débat dans des contradictions sans fin. Soucieux de relancer la demande globale, mais aussi de soutenir les Etats dans un contexte de crise des finances publiques, et d'éviter l'éclatement d'une bulle spéculative, il mène une politique d'assouplissement quantitatif qui nourrit la prochaine bulle et encourage la hausse spectaculaire de l'endettement public, sans effet notable sur l'économie réelle. N'ayant pas le droit de financer les administrations publiques (article 123 du TFUE), il contourne les traités européens en passant par le marché secondaire. Ne parvenant pas à relancer le crédit et la demande malgré les taux plancher et l'assouplissement quantitatif, il instaure un taux de rémunération négatif des dépôts pour inciter les banques à investir leurs réserves excédentaires, mais dégrade ainsi leur rentabilité, alors qu'elles sont encore fragilisées par les risques systémiques héritées de la crise de 2008. Remontant ses taux directeurs en 2022 pour lutter contre l'inflation qui revient après la pandémie et la guerre en Ukraine, il provoque faillites et récessions, tout

en créant des dizaines de milliards d'euros *ex nihilo* pour rémunérer les réserves excédentaires des banques à 4 % dans le but de les inciter à thésauriser (c'est-à-dire les payer à ne rien faire de leur argent). Un nouveau mode de régulation cohérent peine donc grandement à se dessiner.

Conclusion

La monnaie bancaire est une forme capitaliste de monnaie, encastrée dans le marché de la dette qui fonctionnalise les décisions privées de prêt et d'emprunt, leur abandonnant la fixation du niveau et de l'orientation de la masse monétaire. Loin d'être une variable passive cantonnée au circuit monétaire qui l'orienterait automatiquement vers le financement de la production, cette monnaie endogène est un facteur d'instabilité majeure, comme l'illustre le chaos monétaire français de l'entre-deux-guerres, la Grande Inflation des années 1970 ou la Grande Récession qui suit la crise des *subprimes*. La stabilité du système d'argent-dette dans les Trente Glorieuses, permettant une forte croissance de plein-emploi modérément inflationniste, procède non pas d'une chimérique autorégulation du marché bancaire, mais au contraire de sa mise sous tutelle étatique. Dans la cohérence du mode de régulation fordiste, keynésien et planificateur, la monnaie demeure encastrée dans la dette, mais elle est pour l'essentiel créée par la puissance publique pour la puissance publique, qui a également une mainmise complète des acteurs bancaires, *via* la nationalisation des établissements de crédit, les dispositifs complexes du circuit du Trésor et le contrôle quantitatif et qualitatif du crédit par la Banque de France (elle aussi nationalisée). L'essor du crédit bancaire au secteur privé au cours de la période prépare néanmoins la condition d'un emballement cumulatif pendant la Grande Inflation, qui met fin au régime d'accumulation. La libre concurrence remplace l'économie planifiée, mais le démantèlement des dispositifs publics de régulation ne mène cependant pas au chaos.

Le mode de régulation néolibéral se met en place progressivement par une série de bouleversements institutionnels parfois contingents (comme la baisse du poids des paiements par pièces et billets), parfois imposés de l'extérieur (fin du système de Bretton Woods, chocs pétroliers) et parfois issus de choix politiques assumés (politique du Franc fort, libéralisation des marchés financiers, libre circulation des capitaux, fin du contrôle des changes, baisse de la fiscalité, mise en marché de la dette publique, etc.). La croissance qui en résulte est faible et le chômage élevé, mais le ré-encastrement de la création monétaire dans le marché bancaire n'empêche pas une certaine stabilité de se dessiner. La demande ne s'effondre pas entièrement, car les agents publics et privés s'endettent toujours plus pour compenser la chute ou la stagnation de leurs revenus. Un fardeau d'endettement de plus en plus lourd s'accumule, mais sa soutenabilité est sans cesse prolongée par une politique de

baisse des taux, jusqu'à atteindre, avec la crise de 2008, le plancher des taux nuls qui rend largement insoutenables les contradictions du régime d'accumulation. On mesure donc la nécessité de prolonger l'analyse circuitiste traditionnelle de la monnaie endogène par une approche résolument institutionnaliste qui ne présuppose aucun équilibre sans rendre compte, par une démarche historique, des médiations institutionnelles qui le construisent et le maintiennent provisoirement. La théorie de la régulation fournit ici des outils irremplaçables, qui montrent toute leur fécondité sur le cas d'application de la France du XX^e siècle.

Bibliographie

AGLIETTA Michel et André Orléan (dir.), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998

AGLIETTA Michel et André Orléan, *La monnaie : entre violence et confiance*, Paris Odile Jacob, 2002

AGLIETTA Michel et André Orléan, *La violence de la monnaie*, Paris, PUF, 1982

ASSELAIN Jean-Charles, Bertrand Blancheton, Christian Bordes, Marc-Alexandre Sénagas, « L'inflation française de 1922-1926, hasards et coïncidences d'un *policy-mix* : les enseignements de la FTPL », *Actes du colloque « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie »*, Poitiers, 2001

BLANCHETON Bertrand, « Les faux bilans de la Banque de France dans les années 1920 », in Jean-Guy Degos (dir.) *L'entreprise, le chiffre et le droit. Itinéraires parallèles, itinéraires croisés*, *Actes des XIe JHCM*, Université Montesquieu-Bordeaux IV, CRECCI-IAE, 2005, p. 73 à 89

BLANCHETON Bertrand, *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Albin Michel, 2001

BOYER Robert et Yves Saillard, « Un précis de régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 2002, Chapitre V, p. 58 à 68

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

BOYER Robert, *Théorie de la Régulation*, tome 1, *Les fondamentaux*, La Découverte, 2004

CABANNES Michel et Marc-Alexandre Sénagas, « La politique française de désinflation compétitive : les faits et gestes en perspective », *L'économie française dans la compétition internationale au XXe siècle*, édité par Maurice Lévy-Leboyer, Institut de la gestion publique et du développement économique, 2006

CHABANAS Nicole et Eric Vergeau, « Nationalisations et privatisations depuis 50 ans », *INSEE Première*, n° 440, avril 1996

CHELINI Michel-Pierre, *Inflation, État et opinion en France de 1944 à 1952*, Paris, IGPDE-CHEFF, 1998

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, Pierre Delandre et Augustin Sersiron, *Le pouvoir de la monnaie*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2024

FISHER Irving, « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation [1933] », *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, 1988, p. 159-182, traduction française de « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, vol. 1, n° 4, 1933, p. 337-357

FISHER Irving, *100 % Monnaie*, André Tiran et Marc Laudet (éd.), Paris, Classiques Garnier, 2019, éd. ang. : *100% Money* (1935), in William Joseph Barber (ed.), Robert W. Dimand et Kevin Foster (ass. ed.), James Tobin (ed. consultant), *The Works of Irving Fisher*, vol. 11, Londres, Pickering & Chatto, 1996

FISHER Irving, *Appreciation and Interest: A Study of the Influence of Monetary Appreciation and Depreciation on the Rate of Interest with Applications to the Bimetallic Controversy and the Theory of Interest*, *Publications of the American Economic Association*, New York, Macmillan, 1896, vol. 11, n° 4, p. 8-9 et p. 331 à 442

FISHER Irving, *Booms and Depressions : Some First Principles*, New York, Adelphi, 1932

FISHER Irving, *The Purchasing Power of Money : Its' Determination and Relation to Credit Interest And Crises*, New York, Macmillan, 1911

FISHER Irving, *The Rate of Interest*, New York, Macmillan, 1907

FISHER Irving, *The Theory of Interest*, New York, Macmillan, 1930

FRIOT Bernard, *Emanciper le travail. Entretiens avec Patrick Zech*, Paris, La Disputre/Snédit, 2014

GUERRIEN Bernard, « Deux lectures revigorantes : *La pensée monétaire* et *La pensée économique de Keynes* de Frédéric Poulon », *Revue de la régulation*, vol. 21 | 1er semestre / Printemps 2017

GUILLAUMONT-JEANNENEY Sylviane, *Politique monétaire et croissance économique en France, 1950-1966*, Paris, Armand Collin, 1969

JORDÀ Òscar, Moritz Schularick et Alan M Taylor, « Sovereigns versus Banks: Crises, Causes and Consequences », CEPR Discussion Paper 9678, 2013

KALDOR Nicholas, *Le Fléau du monétarisme*, trad. B. Guerrien et M Oriol, Paris, *Economica*, 1985 (1982)

KEYNES John Maynard, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2^e éd., tr. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969 (1936)

KEYNES John Maynard, « Comments on Mr Robertson's Mr. Keynes and Finance », reproduit dans D. Moggridge (éd.), *The collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, 1978, tome 14, p. 229 à 233

LAVOIE Marc, « La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits », *Economies et sociétés*, vol. 19, n° 8, 1985, p. 169 à 195

LEHMANN Paul-Jacques, *Le système des réserves obligatoires et le contrôle de la masse monétaire*, Rouen, Presses universitaires de Rouen et du Havre, 1979

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

LERNER Abba Ptachya, « Functional finance and the federal debt », *Social research*, vol. 10, n° 1, février 1943, p. 38 à 51

LEVY-GARBOUA Vivien et Éric Monnet, « Les taux d'intérêt en France : une perspective historique », *Revue d'économie financière*, vol. 121, n° 1, 2016, p. 35 à 58

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

LORDON Frédéric, *La Société des affects. Pour un structuralisme des passions*, Paris, Seuil, 2013

MARGAIRAZ Michel, « La reconstruction matérielle : crise, infléchissement ou ajustement ? », in Serge Berstein et Pierre Milza (dir.), *L'Année 1947*, Paris, Presse de Science Po, 1999, p. 17 à 44

MARX Karl, *Le Capital*, Livre 1 (1867), Paris, Gallimard, 2010 (1963 et 1968)

MASSONNET Jonathan, « Réflexions sur la nature médiatrice de la monnaie », *Revue Interventions économiques*, n° 59, 1^{er} janvier 2018

MINSKY Hyman P., «The Endogeneity of Money », in E. Nell et W. Semmler (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics*, Londres, Macmillan, 1991

MONNET Éric, « Monetary Policy without Interest Rates: Evidence from France's Golden Age (1948 to 1973) Using a Narrative Approach », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n° 4, octobre 2014, p. 137 à 169

MONNET Éric, « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973 », thèse de doctorat EHESS et École d'économie de Paris, 2012

MONVOISIN Virginie, « Les définitions post-keynésiennes de la monnaie endogène : des divergences à la complémentarité », in *Économie appliquée*, tome 59, n°4, décembre 2006, p. 167 à 191

MONVOISIN Virginie et Louis-Philippe Rochon, « La monnaie endogène et la question du financement de l'économie », in Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot (dir.), *L'économie postkeynésienne. Histoire, théories et politiques*, Paris, Seuil, 2018, Chapitre IX, p. 165 à 181

MOORE Basil J., *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

PALLEY Thomas I., « Accommodationism, Structuralism, and Superstructuralism », *Journal of Postkeynesian Economics*, 1998, vol. 21, n° 1, p. 171-173

PLIHON Dominique, « L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993). Une analyse à partir des comptes de bilan et de résultats des banques AFB », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre 1995, p. 131 à 159

PLIHON Dominique, « L'intermédiation bancaire : la grande transformation », *Revue d'économie financière*, n° 142, 2021, p. 99 à 115

PLIHON Dominique, *La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, 2013 (2000)

RAILLON J., « L'évolution des disponibilités monétaires et de leurs contreparties depuis 1948 », *Etudes et conjoncture - Institut national de la statistique et des études économiques*, n° 6, 1956 (11^e année), p. 495 à 517

SCHUMPETER Joseph Aloïs, *Théorie de la Monnaie et de la Banque*, 2 volumes, Paris, L'Harmattan, 2005

SCHUMPETER Joseph Aloïs, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig, 1912 : Duncker & Humblot; trad. française par J.-J. Anstett *Théorie de l'évolution économique. Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, Paris, Librairie Dalloz, 1935

SERSIRON Augustin, *Monnaie et dette. Désencastrer la création monétaire du marché du crédit*, thèse de doctorat soutenue à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2021

THERET Bruno (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris, Editions de l'EHESS, 2007

THERET Bruno, « État, finances publiques et régulation », in Robert Boyer et Yves Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Paris, La Découverte, 2002, p. 189 à 197

WICKSELL Knut, *Interest and prices*, Londres, Royal Economic Society, 1936 (1898)

WICKSELL Knut, *Vorlesungen über national Ökonomie* (1901), tr. *Lectures on political economy*, Londres, George Routledge & Sons, 1934-35

WRAY, L. Randall Wray, *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998