

L'argent magique ou la démultiplication de la « fausse monnaie »



FRANÇOIS FACCHINI* • Février 2022

Résumé

- Cette communication faite à l'occasion de la Journée libérale romande de l'Institut Libéral traite de l'existence de l'argent magique à travers l'histoire, de ses causes et de ses conséquences. Elle soutient que l'argent magique quelle que soit sa forme fragilise le système économique, accroît les inégalités, multiplie les entreprises zombies et crée des tensions inflationnistes. L'argent magique a pris différentes formes au cours de l'histoire, de la mise en circulation de monnaie avec un poids d'or inférieur à ce qui est certifié jusqu'à l'hélicoptère-monnaie, mais a toujours servi les intérêts des gouvernants. Il s'agit de protéger les États de la faillite et de limiter le recours à l'impôt qui reste impopulaire.
- Ces fausses monnaies commencent avec la dépréciation de la monnaie et se généralisent avec les régimes de réserves fractionnaires (1). Ces fausses monnaies se développent toujours pour la même raison. Elles servent les intérêts des banquiers et des États. Les banques vivent du crédit. Les États ont toujours besoin d'argent pour financer hier leurs dépenses de guerre et aujourd'hui leurs dépenses de santé, d'éducation, etc. (2). L'usage de l'argent magique n'est pas, cependant, sans conséquence. L'argent magique i) crée un risque d'inflation, ii) fragilise le système financier en mettant en place un modèle de croissance à crédit, iii) creuse les inégalités entre ceux qui ont accès aux crédits et qui peuvent profiter de la survalorisation des titres sur les marchés actions et les autres et iv) multiplie le nombre des entreprises zombies. Ce qui crée les conditions d'une croissance atone et finalement favorise l'instabilité sociale et politique.
- L'argent magique comme fausse monnaie relève initialement de l'activité de faux monnayeurs. Elle se développe, ensuite, avec la monnaie crédit et le système des réserves fractionnaires et trouve dans la monnaie hélicoptère sa forme sans doute la plus parfaite.

* L'auteur est professeur agrégé des Universités à l'Université Paris 1, Panthéon-Sorbonne, au Centre d'Économie de la Sorbonne, en France.

Introduction

En France, le déficit de l'assurance maladie est passé de 1,4 milliards d'euros à 48,4 milliards d'euros en 2020. Le 5 avril 2018 pourtant, le président français, Emmanuel Macron estimait qu'il n'y avait pas d'argent magique lors d'une discussion avec les aides-soignantes du Centre Hospitalier Universitaire de Rouen. Il n'y a pas d'argent magique et pourtant la crise sanitaire a imposé le principe du « quoi qu'il en coûte » et son corollaire « la santé n'a pas de prix ». La conséquence est une très forte augmentation des dépenses de santé¹ et plus généralement une forte croissance des ratios d'endettement public. Comment a-t-on pu trouver de l'argent alors qu'il ne semblait pas être disponible avant la crise sanitaire ?

La réponse est que les États ont massivement accepté de s'endetter. Les ratios d'endettement de quasiment tous les pays ont bondi. L'autre réponse est de nature purement monétaire. Les gouvernements n'ont pas seulement emprunté. Ils ont imposé à leurs banques centrales de renouveler leur politique monétaire et notamment d'utiliser avec encore plus d'intensité les politiques monétaires non conventionnelles (*quantitative easing, QE*).

La crise sanitaire a aussi placé le concept d'hélicoptère-monnaie (*helicopter money*)² au centre des débats de politique monétaire. La monnaie hélicoptère est une monnaie sans contrepartie. Elle a été évoquée par Ben Bernanke en 2002³ et le banquier central de l'Union monétaire européenne, Mario Draghi, en 2016⁴, mais n'avait jamais été sérieusement envisagée. Aujourd'hui cependant, l'hélicoptère-monnaie⁵ apparaît comme l'ultime instrument des banques centrales et des États pour combattre la déflation. Elle permet de financer des projets publics par des euros garantis sur rien ; de créer sans aucune contrepartie de la monnaie de base, du cash. La monnaie hélicoptère est devenue une alternative aux politiques monétaires conventionnelles de baisse des taux d'intérêt, et aux politiques monétaires non conventionnelles de QE.

L'objet de cette note est de replacer l'argent magique dans l'histoire longue de la fausse monnaie et de rappeler pourquoi contrairement à ce que pouvait affirmer

¹ En 2020 le solde du régime général et du fonds de solidarité vieillesse (FSN) s'établit à 38,7 milliards d'euros après intégration d'un produit exceptionnel de 5 milliards d'euros provenant d'un transfert du fonds de réserve des retraites. L'année 2020 a été l'année du déficit le plus élevé de la sécurité sociale après 2010 (28 milliards d'euros) ; 2020 rompt ainsi avec 11 années de baisse des déficits de la Sécurité Sociale qui était quasiment arrivée à l'équilibre en 2019. Sources : les comptes de la sécurité sociale - Résultats 2020 Prévision 2021 Rapport juin 2021 page 10.

² En juin 2021 le Conseil d'Analyse Economique publie une note en faveur de versements d'argent aux ménages comme un instrument de politique monétaire. Martin, P., X., Ragot et E., Monnet 2021. Que peut encore faire la banque centrale européenne ?

³ Bernanke, B.S., 2002. Deflation: making sure « it » doesn't happen here, remarks by Governor Ben S., Bernanke before the National Economist Club, Washington, November.

⁴ Lo Prete, M./V., 2016. Draghi et la monnaie hélicoptère, L'esprit du temps « Outre Terre », 46 (1), 56-61 traduit de l'italien par Alice Sanna.

⁵ Milton Friedman (1969) introduisait cette expression comme une fiction pour faire comprendre à son auditoire les effets d'un changement du stock de monnaie de base ou de la base monétaire sur les grands équilibres économiques. Son point de départ est le suivant ; « imaginez un monde où les autorités monétaires imprimeraient des billets et les jetteraient d'un hélicoptère dans les rues, les gens les ramasseraient et les dépenseraient ». Friedman, M., 1969. The optimum quantity of money, in Friedman, M. The optimum quantity of money and other essays, 1-50, Chicago, Adline.

le président français, l'argent magique existe. Il a pris différentes formes dans l'histoire des monnaies. La monnaie hélicoptère en est probablement l'ultime avatar. Ces fausses monnaies commencent avec la dépréciation de la monnaie (*currency debasement*) et se généralisent avec les régimes de réserves fractionnaires (1). Ces fausses monnaies se développent toujours pour la même raison. Elles servent les intérêts des banquiers et des États. Les banques vivent du crédit. Les États ont toujours besoin d'argent pour financer hier leurs dépenses de guerre et aujourd'hui leurs dépenses de santé, d'éducation, etc. (2). L'usage de l'argent magique n'est pas, cependant, sans conséquence. L'argent magique i) crée un risque d'inflation, ii) fragilise le système financier en mettant en place un modèle de croissance à crédit, iii) creuse les inégalités entre ceux qui ont accès aux crédits et qui peuvent profiter de la survalorisation des titres sur les marchés actions et les autres et iv) multiplie le nombre des entreprises zombies. Ce qui crée les conditions d'une croissance atone et finalement favorise l'instabilité sociale et politique. Cette note s'organise en trois temps : le premier définit trois formes de fausse monnaie, le second explique les causes de leur développement et le troisième évalue les conséquences de l'usage de ce type de monnaie.

Les trois formes de fausse monnaie

L'argent magique comme fausse monnaie relève initialement de l'activité de faux monnayeurs (1.1). Elle se développe, ensuite, avec la monnaie crédit et le système des réserves fractionnaires (1.2) et trouve dans la monnaie hélicoptère sa forme sans doute la plus parfaite (1.3).

1.1 Dépréciation de la monnaie

La fausse monnaie est initialement une pièce qui n'a ni le bon poids ni le bon alliage. La monnaie est un « instrument d'échange équivalent des richesses » (Oresme [1355] 1990)⁶. La monnaie est pour cette raison la propriété des propriétaires de ces richesses. Elle est généralement frappée à l'effigie d'un Prince, parce que ce dernier s'engage à garantir que l'inscription sur la monnaie frappée indique la mesure du poids et la conformité de la matière, Par définition, le Prince n'est pas propriétaire de la monnaie dont il garantit la qualité.

Le Prince a pour mission de lutter contre la mauvaise monnaie, i.e. la monnaie qui n'a ni le bon poids ni le bon métal. Nicolas Oresme envisage alors la situation où le Prince profite de sa situation pour devenir un faussaire. Alors qu'il est censé être le gardien de la qualité de la monnaie, il utilise sa position pour émettre des pièces de monnaie qui n'ont ni le bon poids ni le bon alliage (Oresme 1355, Chapitre 12, phrase 12-9 version de 1990). Le gain du Prince est le même que celui des faux-monnayeurs. Il émet avec la même quantité de métal précieux une plus grande quantité de monnaie. Il peut utiliser cette monnaie pour acheter des biens et des services sans que

⁶ Oresme, N. [1355] 1990. Traité monétaire. Fascicule MESA n°6, Recherches Panthéon-Sorbonne, Université de Paris 1, éditions Cujas.

cela ait d'effets sur le prix des marchandises, car personne ne sait qu'il a altéré le poids et/ou l'alliage des monnaies qu'il frappe.

1.2 La monnaie crédit

L'autre origine de la fausse monnaie, c'est la confusion qui s'est installée dans les esprits entre monnaie et crédit (Rist [1951] 2002, p.55). La monnaie dans un régime matériel n'est pas une créance, mais une quantité d'or ou d'argent qui a sa propre valeur. La fausse monnaie est une monnaie qui n'a pas sa contrepartie or. Le mot monnaie a longtemps été réservé à l'or. L'or pouvait prendre une forme papier, mais le papier monnaie était de la monnaie parce qu'il était convertible en or. La contrepartie de la monnaie était l'or et sa valeur intrinsèque. Tout ce qui n'avait pas de contrepartie or était de la fausse monnaie. Cela justifie l'ordre monétaire à 100% de réserve.

L'école de la banque distingue sur cette base la vraie de la fausse monnaie. Dans un système à 100% pour chaque vrai franc correspond sa valeur en or au taux de convertibilité garanti par la banque (Modeste 1866a⁷, 1866b⁸). À tout crédit correspond une quantité d'or. Le crédit n'est pas un substitut à la monnaie. Il n'est pas de la monnaie proprement dite, mais de la fausse monnaie.

L'école de la banque défend ce régime. Elle soutient qu'il y a fausse monnaie dès que la quantité émise de moyens fiduciaires est supérieure à la quantité d'encaisse métallique en or. Le mot monnaie dans cette perspective doit être réservé à la monnaie or. Les certificats, le papier monnaie, etc. ne sont que des substituts monétaires. Le crédit n'est pas de la monnaie. Dans un tel ordre, les dépôts font les crédits. À un crédit correspond une épargne préalable. La Banque prête sur ses fonds propres ou sur les fonds qu'elle a su collecter, autrement dit les dépôts de ses clients. Elle a une véritable fonction d'intermédiation.

Progressivement, les banques, avec l'aval des États, vont développer la pratique des réserves fractionnaires et commencer à confondre crédit et monnaie. Les économistes classiques de l'école française se sont même querellés sur cette évolution. L'école de la banque réservait le mot monnaie à l'or alors que l'école de la libre monnaie justifiait le développement de la pratique des réserves fractionnaires pour résoudre la pénurie de monnaie que provoquait le manque d'or, une base monétaire en quantité insuffisante (Courcelle-Seneuil 1866⁹; du Puynote 1866a¹⁰).

La monnaie dans un régime de réserves fractionnaires devient en grande partie de la monnaie fiduciaire, de la monnaie sans contrepartie or ou argent. Elle n'est fondée que sur une promesse de remboursement, une créance. Dans un tel régime les

⁷ Modeste, V., 1866a. Le billet des banques d'émission et la fausse monnaie, *Journal des Economistes*, 3 (août), 181-212.

⁸ Modeste, V., 1866b. Le billet des banques d'émission est-il fausse monnaie, *Journal des Economistes*, 4 (octobre), 73-86.

⁹ Courcelle-Seneuil, J.G., 1866. Le billet de banque n'est pas fausse monnaie, *Journal des économistes*, 3 (septembre), 342-349.

¹⁰ du Puynote, G., 1866a. Le billet de banque n'est ni monnaie ni fausse monnaie, *Journal des économistes*, vol. 3, septembre 1866, pp. 392-395.

crédits font les dépôts puisque le banquier peut prêter plus qu'il n'a en banque. La quantité de billet papier peut devenir bien supérieure à la quantité d'or. La fausse monnaie est la quantité de crédit qui n'a pas sa contrepartie or. Elle est ensuite, dans un régime étalon papier, la quantité de monnaie fiduciaire qui n'a pas eu sa contrepartie productive, autrement dit la quantité de monnaie qui a été créée sur une promesse qui n'a pas été tenue.

L'économie monétaire contemporaine a oublié ces débats à l'exception de l'école austro-américaine (Juurikkala 2002¹¹) qui a identifié dans cette évolution de la définition de la monnaie une cause de l'inflation, autrement dit de la perte de pouvoir d'achat de la monnaie, et plus généralement des crises économiques et de l'instabilité des systèmes économiques.

1.3 La monnaie hélicoptère

L'intérêt de partir des débats entre l'école de la banque et l'école de la libre monnaie est de bien positionner la question posée par l'émergence de l'hélicoptère-monnaie et plus généralement de la politique monétaire. Il y a fausse monnaie lorsque le crédit est assimilé à de la monnaie. Richard Cantillon parle d'argent fictif ou imaginaire lorsqu'il parle de ce type de monnaie (Rist [1951], 2002¹², p.55). L'ultime étape de cette confusion entre crédit et monnaie est la monnaie hélicoptère.

La monnaie hélicoptère est sans contrepartie. Elle est l'idéal de la monnaie pensée par John Law. Pour John Law, en effet, la monnaie doit être transformée en un bon d'achat de marchandise (Rist [1951] 2002, p.44) afin d'ôter aux citoyens la possibilité d'utiliser la monnaie comme un instrument de conservation de valeur, de thésaurisation (Rist [1951] 2002, p.45). Il s'agit d'une monnaie non remboursable puisqu'elle ne repose ni sur la valeur de l'or, ni sur un bien (maison, action, œuvre d'art, etc.) ni sur une créance (promesse). Comme cette monnaie n'est qu'un instrument de circulation, il ne s'agit pas d'une monnaie, car une monnaie doit avoir un rôle de conservation de valeur (Rist [1951] 2002 p.51). C'est même parce qu'elle conserve la valeur que la monnaie existe puisqu'à l'origine de la monnaie il y a la résolution du problème de la double coïncidence des volontés (Menger 1892). La monnaie hélicoptère est une forme parfaite de fausse monnaie. Sa quantité est infinie. L'émission de monnaie se suffit à elle-même pour donner du pouvoir d'achat et créer de l'activité, tel est le pari de ce type de politique monétaire.

Les causes de la généralisation de la fausse monnaie

L'histoire de la fausse monnaie est indissociable de l'histoire des finances de l'État et des banques centrales qui sont les instruments de leur souveraineté monétaire.

¹¹ Juurikkala, O., 2002. The 1866 false money debate in the Journal des économistes: déjà vu for Austrians? The Quarterly Journal of Austrian Economics 5 (4), 43-55.

¹² Rist, C., [1951] 2002. Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie. depuis John Law jusqu'à nos jours, Paris, Dalloz.

Les histoires de la dépense publique, de la dette et des banques centrales sont indissociables. L'État a toujours été tenté d'utiliser son pouvoir politique pour agir sur les conditions de remboursement de ses prêts en manipulant les taux d'intérêt *via* une action directe ou la création d'inflation ou *via* la fabrication de monnaie. Mais aussi par leur pouvoir d'emprisonner leurs banquiers, de les tuer ou de lever des armées pour saisir l'or des autres monarques ou de pays entiers. La course à l'argent a toujours été un moteur important de l'histoire des États. L'argent vient de l'impôt, mais l'impôt ne suffit pas pour couvrir les dépenses, il faut trouver d'autres sources de revenus ; le revenu des domaines, l'emprunt, l'impôt d'inflation et l'invention de formes de monnaie sans contrepartie sont des alternatives.

Au XVI^e siècle le papier des banques Génoises n'était pas couvert par une quantité de numéraire. La Banque publique, Casa di San Giorgio, inscrivait la dette publique sur des comptes libellés en lire de Luoghi. Ces lires étaient échangées et offertes en contrepartie de marchandises. La dette devenait de la monnaie.

Ces pratiques ont décliné à partir de 1622 lorsque l'argent matériel était redevenu abondant. La monnaie crédit n'était plus nécessaire. Au XVII^e siècle, la Banco del Giro à Venise va cependant reprendre les pratiques génoises. Elle monétisa les créances sur l'État. La monnaie était à nouveau devenue un signe, détaché de toute matière. L'or et l'argent restèrent malgré ce nouvel épisode la contrepartie exigée par les deux parties au contrat. En France John Law théorise l'avènement d'une pure monnaie papier. Ce fut un échec. Jusqu'à la fin du XVII^e siècle l'or a toujours réussi à imposer sa loi au monarque.

L'histoire va cependant changer son cours avec la création de la banque d'Angleterre et la généralisation des banques centrales. Avec une banque centrale le monarque émet l'argent matériel et contrôle la transformation du crédit en monnaie. En 1694, un groupe de quarante marchands de Londres et d'Edimbourg, majoritairement créanciers de la couronne d'Angleterre, consent au roi Guillaume III un prêt de 1'200'000 livres pour l'aider à financer sa guerre contre la France. L'insolvabilité du roi l'oblige pour emprunter à distribuer des privilèges. Le roi accorde en échange d'un prêt à 8% un monopole royal sur l'émission des billets de banque qui permet aux banquiers de monétiser la dette royale. La banque d'Angleterre prête une somme de 100 au roi qui lui remet une reconnaissance de dette de 100, elle-même utilisée pour prêter une somme de 100 à un habitant du pays. La banque d'Angleterre facture deux fois la même somme : la somme d'argent au roi et la somme d'argent à l'habitant. Le roi empruntait cent pièces d'or, par exemple, à un taux d'intérêt de 6%. Le banquier prêtait cette dette royale à un habitant sous la forme d'un billet de banque qui était la reconnaissance de dette du roi. Seul le banquier d'Angleterre avait ce droit. Il transformait de la fausse monnaie (un prêt) en monnaie. Seul le monarque et l'Etat peuvent imposer ce type de contrat aux banquiers qui y trouvent évidemment un intérêt pour développer leur activité de crédit. Ils négocient un prêt contre le monopole de l'émission de billets de banque en l'utilisant comme contrepartie (Selgin et White 1999). Le titre public devient l'équivalent d'une quantité d'or.

Cette équivalence ouvre la voie au principe « les crédits font les dépôts ». La banque centrale remplace l'or. Elle fixe la quantité de monnaie papier/crédit de la banque et s'institue prêteur en dernier ressort, comme l'or était en dernier ressort le juge de paix. En l'absence d'or, la banque centrale produit la confiance envers une monnaie pure crédit (numérique). Elle crée un système où la monnaie est une promesse, une créance. La banque centrale promet que A sera remboursé de son prêt par une autre promesse. Le billet de banque n'est qu'une dette qui circule. Mais une dette à l'égard de la société. Le rôle de la banque centrale est alors de reporter à plus tard le paiement de sa dette. Le dernier ressort est l'acceptation par le banquier central que l'on pourra toujours payer demain. Alors que dans le régime or, la dette est dette de quelque chose – 10 pièces d'or – dans le régime de monnaie papier, la dette est une dette d'un autre. La diffusion des régimes monétaires hiérarchisés autour des banques centrales est la conséquence des besoins financiers de l'État.

La banque centrale n'a pas été créée pour corriger les défaillances du marché (Salsman 2017, p.250, p.146), mais pour financer les dépenses courantes ou exceptionnelles des États (Goodhart 1988¹³). Elle invente un régime où l'État possède une quasi-souveraineté monétaire. La politique monétaire est l'expression de cette souveraineté. Elle donne à ce dernier quatre leviers d'intervention : i) la manipulation du taux d'intérêt directeur de la banque centrale, ii) le rachat de titres par la banque centrale, iii) la mise en œuvre de réglementations contraignant les épargnants à détenir des titres publics dans leur portefeuille, et iv) des crédits directs (avances de la banque de France au Trésor).

Une banque centrale est économiquement dépendante si elle n'a pas les moyens de s'opposer à ce type de pratique (Grilli et al. 1991¹⁴). La souveraineté d'une banque centrale indépendante est ce sens *de jure* mais pas *de facto*. De fait, elle est contrainte de financer l'État et de déroger à la bonne gestion de l'offre de monnaie qui n'est plus au service de la demande de monnaie, mais de la demande de l'État. Il existe probablement, comme l'ont observé Gulcin Ozkan et al. (2010¹⁵), une relation positive entre dette publique et indépendance de la banque centrale, car l'indépendance n'est pas une construction contre l'État mais un moyen de faciliter son refinancement auprès des marchés financiers.

i) La banque centrale peut fixer le taux d'escompte auquel elle rachète les créances sur l'économie ou l'État ou pratiquer une politique *d'open market* qui a l'avantage de maintenir une certaine incertitude sur le coût du refinancement pour les agents financiers. La politique de l'escompte a longtemps été le moyen privilégié de l'intervention de la banque centrale sur la liquidité bancaire. La banque centrale rachète à des termes souvent courts et à des taux fixés d'avance des effets représentatifs de créances sur l'économie ou l'État. Les créances éligibles au rachat de la banque centrale ont longtemps été très peu nombreuses. La banque centrale avait

¹³ Goodhart, C. 1988. The origin of central banks, The MIT Press.

¹⁴ Grilli, V., Masciandro, D., and G., Tabellini 1991. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries, Economic Policy, 13 (6), 341-392.

¹⁵ Gulcin Ozkan, F., A., Kipici and M., Ismihan 2010. The Banking sector, government bonds, and financial intermediation: the case of emerging market countries, Emerging Markets Finances & Trade, 46 (4), 55-70.

des critères d'éligibilité très stricts. Progressivement, cependant, les critères d'éligibilité ont été étendus. Le traité de Maastricht interdisait le rachat de titres publics par la banque centrale. Pour contourner cette règle, c'est la banque de France qui rachète les titres publics. Un taux d'escompte faible rend l'économie plus liquide. Cela favorise l'émergence d'une hausse des prix par la demande. La banque centrale européenne pratique aujourd'hui une politique de taux négatif. Cela permet de baisser le coût du service de la dette publique.

ii) Le rachat de titres publics par la banque centrale est une pratique ancienne qui a pris le nom de SMP pour « *Securities markets programme* ». Le SMP a été lancé en mai 2010. Il consiste à racheter sur le marché secondaire les obligations souveraines des États de la zone euro faisant face à la défiance des investisseurs, qui exigeaient des primes de risque élevées pour acquérir leurs titres. Cette politique non conventionnelle dite de QE consiste à racheter sur le marché secondaire des titres de dette souveraine des pays de la zone euro. La conséquence est un rachat massif de dette française par la Banque de France. La Banque de France n'achète pas les titres sur le marché primaire, au moment où ils sont émis, mais sur le second marché lorsque les banques commerciales les mettent en vente.

Les conséquences de la généralisation de la fausse monnaie

La pratique de la dépréciation met sur le marché des pièces de monnaie qui véhiculent de fausses informations et biaisent tous les rapports d'échange. Cette conséquence parfaitement perçue par Nicolas Oresme dans son *Traité Monétaire* est une conséquence de l'étymologie du mot monnaie. Le mot monnaie vient de *moneo* qui signifie j'avertis (Oresme 1355, 1990, 13-12). Une monnaie qui n'a pas son poids en or véhicule bien de fausses informations. Dès que cette information est connue, cependant, les individus dénoncent le seigneur et la monnaie perd son pouvoir d'achat. Il y a inflation. La quantité de monnaie qu'il faut échanger contre une même quantité de marchandises augmente. Les prix augmentent uniquement parce que le pouvoir d'achat de la monnaie a baissé du fait de l'altération de son poids en métal précieux. Le premier risque de la fausse monnaie est l'inflation (3.1). La généralisation d'une monnaie crédit sans contrepartie matérielle a aussi cet effet. Elle a aussi i) fragilisé le système financier (3.2), ii) créé une addiction au crédit (3.3), iii) favorisé les inégalités et l'émergence de bulles financières qui peuvent éclater à tout moment (3.4) et iv) multiplié le nombre des entreprises zombies (3.5).

3.1 L'inflation

Le risque d'inflation est évidemment le premier risque de la généralisation de la fausse monnaie. La généralisation du régime de réserves fractionnaires et la création de banques centrales qui se sont mises au service des États pour réduire leurs

charges d'intérêt de la dette et lever l'impôt d'inflation expliquent que le XXe siècle ait été marqué par une forte inflation¹⁶ (Rueff 1964¹⁷).

Le démantèlement progressif de la convertibilité or, la mise en œuvre étape par étape de l'étalon dollar (ou papier) et les besoins toujours croissants d'argent des États et des États-Unis ont permis l'avènement d'un système monétaire international où les États-Unis possèdent le privilège d'un seigneurage international (Pittaluga et Seghezza 2021¹⁸ p.2). Les États-Unis bénéficient d'un gain de seigneurage parce que la fabrication d'un billet de 100\$ ne leur coûte presque rien, alors que l'entreprise du pays qui acquiert ce billet de 100\$ a déboursé 100\$ de biens et services réels. La conséquence est un financement monétaire de la dette américaine sans conséquence inflationniste.

3.2 La fragilisation du système financier

A l'origine des crises il y a l'activité des banquiers qui ont intérêt au régime des réserves fractionnaires puisque leur activité est d'autant plus profitable qu'ils vendent une importante quantité de crédit. Plus ils peuvent mobiliser les dépôts de leurs clients pour les transformer en crédit, plus leur activité est lucrative (Huerta de Soto 1994¹⁹, p.384; Huerta de Soto 2011, Chapitre 5 effets de l'expansion de crédit bancaire sur le système économique).

La contrepartie cependant de cette production en plus grande quantité est une monnaie qui a uniquement pour contrepartie une créance, une promesse de remboursement. Dans un tel régime, la monnaie perd en partie sa fonction de conservation de la valeur puisque sa contrepartie est risquée. La généralisation de la fausse monnaie au sens de l'école de la Banque est en ce sens un préalable aux crises économiques récurrentes dont ont été le théâtre les économies au XXe et XXIe siècle²⁰.

Dans un régime de banques à couverture complète (100% réserve) sans banque centrale le système monétaire est solide car les banques n'ont pas le pouvoir de créer de la monnaie (Huerta de Soto 2011²¹). Les banques à couverture complète ont fonctionné à Venise, à Gênes et à Amsterdam. Ces banques ne gagnaient rien sur l'émission de billet (Rambaud 1895²², p.337) et avaient une encaisse métallique quasiment égale à l'émission de billet papier. Dans un tel régime, la quantité de fausse monnaie, ou de monnaie qui n'a pas sa contrepartie en or, est quasiment nulle. La

¹⁶ Le mot inflation apparaît d'ailleurs pour la première fois en France en 1921 dans le livre des économistes Yves Guyot et Arthur Raffalovich. Ce mot d'origine américaine remplace l'expression courante de vie chère ou de hausse des prix rapide des prix des biens alimentaires. Guyot, Yves et Raffalovich, Arthur (1921). Inflation et déflation, Paris, Félix Alcan.

¹⁷ Rueff, Jacques (1964). L'âge de l'inflation, Payot, coll. Etudes et documents.

¹⁸ Pittaluga, G.B., an E., Seghezza 2021. Building Trust in the International Monetary System. The different cases of commodity money and fiat money, Springer Nature Switzerland, collection Frontiers in Economic History.

¹⁹ Huerta de Soto, J., 1994. Banque centrale ou banque libre : le débat théorique sur les réserves fractionnaires, Journal des économistes et des études humaines, V (2/3), 379-391.

²⁰ La théorie autrichienne des cycles explique les crises par ce fait générateur (pour une synthèse Facchini F., 2004. La théorie autrichienne des cycles : une théorie de la récurrence des erreurs collectives d'anticipation. L'Actualité Economique, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, 2004, 80 (1), pp.67-94.)

²¹ Huerta de Soto, J., 2011. Monnaie, crédit bancaire et cycles économiques, Paris, L'Harmattan.

²² Rambaud, Joseph. 1895. Eléments d'économie politique Paris, L. Larose.

quantité de monnaie dépend des réserves d'or. La valeur intrinsèque de la monnaie, le régime de convertibilité produisent la confiance que chacun a dans la monnaie.

Dans un régime de banque centrale avec couverture complète le risque est un peu plus élevé, car l'État contrôle le banquier central et peut lever le principe de la couverture complète. L'État peut, aussi, l'imposer et renforcer la solidité du système monétaire. Sous l'*Act de Peel* de 1844 la Banque d'Angleterre ne pouvait pas émettre de billets au-delà de la quantité d'encaisse-or (Breton 1991²³, p.540). Ce même *Peel's Act* cependant a été levé en 1914 pour financer la guerre. La guerre de 1914 et la dette publique qui l'accompagne annoncent la fin du régime de l'étalon-or et la généralisation de la fausse monnaie. L'État a besoin de cet argent pour faire face à ses dépenses. Le gouvernement anglais suspend l'application de l'*Act de Peel* les 7 et 8 août 1914 (Rist 1918²⁴). En France, la loi du 5 août 1914 met fin à la convertibilité or du franc et établit un cours forcé comme en 1848, 1850 et 1870. Cela durera de 1914 à 1928. En 1936 ce cours forcé est adopté définitivement. Une telle décision permet d'interdire les sorties d'or et de protéger le stock d'or du banquier central.

La confusion de la monnaie et du crédit fragilise donc le système financier, car elle fait reposer la monnaie sur une créance. Cette créance ne sera pas nécessairement honorée. La mise en œuvre d'une monnaie sans contrepartie renforce ce risque et fait disparaître la fonction de réserve de valeur de la monnaie qui est pourtant à l'origine de son invention.

3.3 Un modèle de croissance à crédit qui a toujours besoin de plus d'argent²⁵

La confusion de la monnaie et du crédit favorise l'avènement d'un modèle de croissance à crédit. Les acteurs ne peuvent plus, dans un tel modèle, se passer du crédit pour consommer ou produire. Ils développent une forme particulière d'addiction. Comme un alcoolique commence à boire modérément, un gouvernement et sa banque centrale impriment de l'argent. Les bons effets arrivent en premier, les mauvais arrivent plus tard. Dans les deux cas, pour obtenir les mêmes effets euphorisants, il faut boire (imprimer) de plus en plus (Friedman 1980²⁶).

Si l'on reprend l'histoire récente des politiques monétaires, on constate ce phénomène. Les États et leurs banques centrales sont obligés d'augmenter de plus en plus fortement le montant de la base monétaire pour que leur politique ait un petit effet sur la croissance économique. Après les politiques de bas taux (politique monétaire conventionnelle), il y a eu les politiques non-conventionnelles d'assouplissement quantitatif.

²³ Breton Y. 1991. La monnaie, le crédit et la Banque de France, dans L'économie Politique en France au XIX^e siècle, sous la direction Yves Breton et Michel Lutfalla, Paris, Economica.

²⁴ Rist, C., 1918. La banque d'Angleterre et l'Act de Peel en août 1914. Revue d'Economie Politique, 32, 164-167.

²⁵ Quantitative easing is like heroin, says Nick Macpherson. C'est le moment pour cette raison de sortir de ce type de politique. Lien : <https://www.theguardian.com/business/2017/aug/21/quantitative-easing-heroin-treasury-lord-macpherson-qe-financial-crash> (consulté le 01/10/2021).

²⁶ Friedman, M., 1980. Why inflation is like alcoholism, The Listener, 24 avril.

Dans un premier temps, ces politiques financent une activité sans réduire la consommation puisqu'elles n'exigent aucun transfert préalable d'épargne, mais dans un second temps ces politiques favorisent une augmentation des prix (inflation) et finalement une moindre demande. Elles fragilisent, ensuite, le système financier. Tous les acteurs, les ménages, les entreprises et l'État sont endettés. Leur dette est, de plus, assise sur rien, sur la promesse d'un remboursement. Il suffit qu'une masse critique d'acteurs ne puissent plus rembourser pour que l'ordre économique s'effondre. Les crises de dette souveraine ne sont dans ces conditions qu'une variante des conséquences de l'argent magique. La situation en 2021 est bien celle-ci. Les entreprises, les ménages²⁷ et les administrations publiques sont très fortement endettées, mais cela n'a pas généré une forte croissance économique. Les pays n'ont finalement réussi qu'à rétablir le niveau de production d'avant la crise économique.

A ces conséquences macroéconomiques s'ajoutent les effets du crédit sur l'horizon temporel. Des agents habitués à pouvoir s'endetter, à avoir aujourd'hui ce qu'ils auraient dû attendre dans un régime où l'épargne finance les dépenses futures, auront beaucoup de mal à revenir en arrière. C'est là sans doute que l'addiction la plus grave peut être observée. Les politiques monétaires réduisent durablement l'horizon temporel des agents. La crainte de l'inflation a le même effet. Les investisseurs craignent l'effondrement. Ils veulent alors gagner le maximum tout de suite car ils ne savent pas de quoi demain sera fait.

3.4 Survalorisation sur les marchés actions, QE et inégalités

Les politiques d'argent magique et de croissance à crédit créent de plus en plus une sorte de pénurie artificielle de valeurs à acheter pour se protéger contre une perte de pouvoir d'achat de la monnaie.

Le crédit ne produisant pas suffisamment de valeur, il se reporte sur les valeurs existantes, les entreprises déjà en place. Cela favorise une forte hausse de la valeur des titres sur les marchés actions.

Les politiques non conventionnelles augmentent la base monétaire et le montant des liquidités disponibles dans l'économie. C'est même leur objectif. Mais ces liquidités restent sur les marchés financiers. Elles participent à la forte augmentation des valeurs, car, alors que les liquidités augmentent, le nombre d'entreprises à acheter, le nombre de valeurs, restent les mêmes. La conséquence est une hausse des titres – actions des entreprises, indépendante des fondamentaux de l'entreprise. Cet effet est d'autant plus fort que la politique des bas taux d'intérêt réduit le rendement obligataire et renforce l'intérêt pour le marché actions. La figure 1 permet d'illustrer cet effet. Elle montre la concomitance des politiques de QE et de la hausse de la valeur des titres mesurée par l'indice S&P 500, mais aussi la déconnexion du marché financier et de la croissance de la production pour les États-Unis.

²⁷ Voir l'indicateur de dette privée sur PIB de l'OCDE. Dette du secteur privé 170% du PIB en 1999 contre 264% en 2020. Pour les USA 183% en 1999 contre 242% en 2020.

Cette politique provoque un effet richesse dans les pays où les citoyens possèdent des valeurs boursières. Dans un pays comme la France où le système de retraite est par répartition et l'épargne essentiellement hors marché, cet effet richesse ne touche néanmoins que les hauts revenus et a une ampleur probablement très limitée. L'effet sur les inégalités est en revanche fort, car les agents qui possèdent de l'épargne en actions sont aussi les agents à hauts revenus. L'épargne des bas revenus a de son côté été réduite par la baisse des taux d'intérêt.

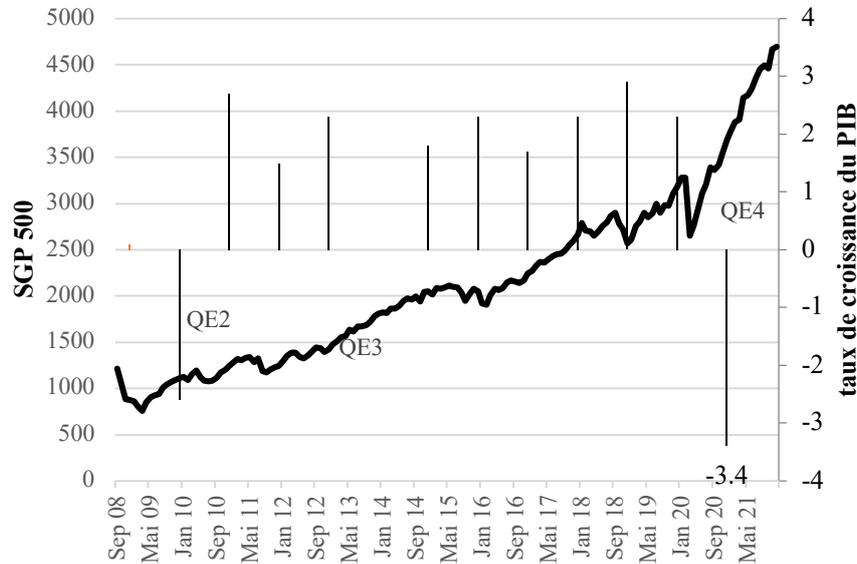


Figure 1 QE, indice de valorisation boursière S&P 500 et croissance de la production aux Etats-Unis (2008-2021). Sources : Quatre vagues de QE ont été mises en œuvre depuis 2010. QE1 à la fin novembre 2008, QE2 en novembre 2010, QE3 le 13 septembre 2012 et QE4 en mars 2020. S&P 500. Le S&P 500 est un indice boursier fondé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses des Etats-Unis. Il est proposé par la société de gestion Standard & Poor's et couvre environ 80% du marché boursier américain par capitalisation. Lien : <https://www.multpl.com/s-p-500-historical-prices/table/by-month> (consulté le 01/10/2021).

3.5 La multiplication d'entreprises zombies

Le crédit facile crée, enfin, les conditions de l'émergence d'entreprises zombies. Il maintient en vie des entreprises lourdement endettées, peu productives, sans trésorerie ni capacité d'investissement sur le marché.

Ces entreprises dites zombies sont incapables de couvrir les coûts du service de leur dette par leurs bénéfices. Leur nombre n'a cessé d'augmenter depuis la fin des années 1980 et trouve ses origines dans la baisse continue des taux d'intérêt et des contraintes financières.

La conséquence de ces entreprises zombies dans l'économie est une moindre performance du système productif dans son ensemble, car elles sont moins productives et tendent à réduire l'investissement et l'emploi des entreprises les plus productives *via* un effet d'éviction par les quantités de ressource. Les facteurs de production

(énergie, travail, bâtiment, etc.) mobilisés par ces entreprises privent les autres entreprises (Banerjee et al. 2018²⁸). La politique du « quoi qu'il en coûte » a de fait provoqué un tel phénomène.

La moyenne des faillites d'entreprises en France est de 53943 sur la période décembre 1990-août 2021 alors qu'elle est de 35677 entre janvier 2020 et août 2021²⁹. La croissance moyenne durant cette période a été négative. Bloquer les faillites d'entreprises place les entreprises dans la situation de l'État. Les conséquences sont les mêmes : endettement croissant et faible performance.

Conclusion

Il est juste, dans ces conditions, de dire que « l'argent magique est tragique » (Daniel 2021³⁰). Au pire il conduit à l'effondrement, au mieux à une croissance atone comme l'a expérimentée le Japon.

²⁸ Banerjee et al. (2018) nomment ces entreprises des entreprises zombies. Banerjee, R., and B., Hofmann 2018. The rise of zombie firms: causes and consequences, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, september.

²⁹ Défaillances : Unités légales, nombre cumulé sur 12 mois. Banque de France Lien : <http://webstat.banque-france.fr/fr/#/node/5385687> (consulté le 01/10/2021).

³⁰ Daniel, J.M., 2021. Il était une fois l'argent magique. Conte et mécomptes pour adultes, Paris, Le Cherche Midi, Chapitre 1 Argent magique, illusion tragique.



Impressum

Institut Libéral
Boulevard de Grancy 19
1006 Lausanne, Suisse
Tel.: +41 (0)21 510 32 00
liberal@libinst.ch

Les publications de l'Institut Libéral se trouvent sur
www.institutliberal.ch.

Disclaimer

L'Institut Libéral ne prend aucune position institutionnelle. Toutes les publications et communications de l'Institut contribuent à l'information et au débat. Elles reflètent les opinions de leurs auteurs et ne correspondent pas nécessairement à l'avis du Comité, du Conseil de fondation ou du Conseil académique de l'Institut.

Cette publication peut être citée avec indication de la source.
Copyright 2022, Institut Libéral.