

Pascal GARANDEL
pgarandel@gmail.com

*Les théories post-keynésiennes
du rôle des Banques Centrales dans l'offre de monnaie :
De Keynes... à Aglietta ?*

Introduction :

Le rôle que les théories post-keynésiennes reconnaissent aux Banques Centrales découle de deux prises de position majeures concernant la représentation du fonctionnement de l'économie ; il s'agit d'une part, en accord avec Keynes, de l'insistance sur la dimension proprement *monétaire* des phénomènes et des processus économiques, tels que le salaire ou le taux d'intérêt. Il s'agit d'autre part du refus d'une approche *monétariste* de ces phénomènes, qui se fonde en premier lieu sur le rejet de la lecture (néo-)classique de la théorie quantitative. Contrairement aux lectures néo-classiques, la démarche post-keynésienne récuse la causalité immédiate reliant l'offre de monnaie aux prix des marchandises (et des services) ; plus encore, les post-keynésiens procèdent à une *inversion* de la causalité néoclassique menant à une lecture « de droite à gauche » de l'équation quantitative. Cette inversion du sens causal de la relation implique directement le rôle de la Banque Centrale, puisque celle-ci ne peut alors plus avoir pour fonction de réguler l'*offre* de monnaie, les banques commerciales faisant office d'intermédiaires financiers : ce sont au contraire ces banques qui se voient investies de la responsabilité du processus de création monétaire. En d'autres termes, la quantité de monnaie en circulation au sein du système économique n'est plus fixée de façon exogène par la politique monétaire de la Banque Centrale, mais elle est déterminée de façon *endogène* en fonction de la demande de crédits des entreprises. Comme le soulignent Pierre Piégay et Louis-Philippe Rochon, il s'agit là du point nodal consensuel du courant post-keynésien :

« Tous les *post* keynésiens s'accordent sur la nécessité de rejeter l'approche néo-quantitativiste et d'apporter une explication de la création monétaire à partir de l'analyse du rôle du système bancaire »¹

¹ : P ; Piégay et L.-P. Rochon, *Théories Monétaires post-keynésiennes*, Economica, 2003, p. 8.

Pourtant, dire que la quantité de monnaie en circulation ne découle plus d'une offre décidée par la Banque Centrale, mais de la demande de crédits n'exclue pas la possibilité d'une intervention positive de la Banque Centrale *sur la demande*, au travers notamment du taux d'intérêt. C'est la possibilité d'une telle intervention qui, cette fois, constitue l'un des points nodaux *problématiques* au sein même du mouvement post-keynésien : faut-il admettre que la Banque Centrale a le pouvoir d'intervenir sur la demande de crédits — et donc sur le processus de création monétaire — comme le veulent les « structuralistes » ? Ou faut-il au contraire admettre une endogénéité radicale de la monnaie, la quantité de monnaie échappant aux stratégies de régulation adoptées par la Banque Centrale ? L'enjeu de ce questionnement est double. D'un côté, il renvoie à l'une des alternatives *internes* au camp post-keynésien, alternative polémique que l'on peut aussi bien interpréter comme une « fêlure », selon l'expression de Virginie Monvoisin², que comme une « tempête dans un verre d'eau », selon l'expression de Moore³. Cette polémique porte moins sur la caractère relatif ou absolu du caractère endogène de la monnaie, que sur la manière dont les crédits peuvent s'articuler aux dépôts. Concernant les banques commerciales, même en admettant qu'elles créent de la monnaie *ex nihilo* en réponse aux demandes de l'économie productive, leur capacité de création monétaire est évidemment tributaire de la gestion adéquate de leur liquidité, de l'intensité et de la diversité des risques, mais aussi et surtout de l'évaluation de la *solvabilité* des emprunteurs ; selon les horizontalistes, c'est à ce type de facteurs qu'il faut rattacher l'évolution de la quantité de monnaie en circulation : le statut de prêteur en dernier ressort de la Banque Centrale la contraignant à refinancer les banques commerciales, la courbe d'offre de monnaie est alors horizontale (dans le plan taux d'intérêt / quantité de monnaie). Concernant cette fois la Banque Centrale, et en admettant que celle-ci soit effectivement contrainte de fournir aux banques les liquidités qu'elles réclament (afin principalement d'éviter les crises de liquidité), cela n'empêche pas qu'elle puisse agir positivement au travers de ses taux directeurs. Les structuralistes prennent appui sur cette influence de la Banque Centrale pour expliquer la pente croissante de la courbe d'offre de monnaie, liée au jeu de la gestion actif/passif des banques.

Au-delà du débat interne, cette question du rôle des Banques Centrales permet d'éclairer le débat *externe* qui oppose le courant post-keynésien à la doctrine néo-classique, dans la mesure notamment où les raisons pour lesquelles, selon les post-keynésiens, les banques commerciales et la Banque Centrale déterminent (ou non) la quantité de monnaie font toutes appel à la relation existant entre la création monétaire et les facteurs « réels » de l'économie.

« L'analyse de la création de la monnaie endogène est ainsi fortement reliée à celle du fonctionnement et de l'évolution du système économique et des institutions. Elle offre donc des perspectives pour renouveler l'étude des phénomènes de croissance et de fluctuations en intégrant les relations d'endettement à l'analyse de la dynamique macroéconomique, dans la droite ligne de Fisher et Minsky. »⁴

Non seulement la création monétaire est déterminée par les conditions de la production, de l'emploi, etc. dans un contexte et une période donnée, mais la quantité de monnaie influence effectivement — et pas seulement à court terme — les déterminants de l'économie réelle, comme les salaires *réels*. En ce sens, il y a une relation directe entre ce qui, au sein du courant post-keynésien, aboutit au refus du monétarisme, et ce qui justifie l'insistance sur la

² : V. Monvoisin, *L'analyse post-keynésienne de la monnaie : débats contemporains autour de l'offre de monnaie*, XVIIèmes journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, Colloque du GdR « Economie Monétaire et Financière », Lisbonne, 7-9 juin 2000.

³ : B. J. Moore, *Some reflexions on endogenous money*, in. L. P. Rochon & M. Vernengo (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2001, p. 14.

⁴ : P. Piégay et L.P. Rochon, *op. cit.* p. 9.

représentation de l'économie en tant qu'économie *monétaire*. Cet entrelacement des deux thèses est ce qui constitue l'un des traits caractéristiques du courant post-keynésien⁵ ; et ce n'est pas un hasard si Joan Robinson, dans ses *Hérésies économiques*, choisit de faire précéder sa critique de la lecture « quantitative » de la formule $MV = PT$ d'un texte récusant la pertinence des modèles non monétaires de l'économie.⁶ Mais cette corrélation, dans la mesure où elle est liée à la question du rôle des Banques Centrales, est également ce qui permet d'établir un lien avec d'autres approches « hétérodoxes », et notamment avec la théorie de la Régulation.⁷ Ce sont en effet, d'une part, l'insistance sur la dimension monétaire des échanges, et d'autre part le rejet du quantitativisme qui ont conduit Michel Aglietta à relire les processus de crise monétaire du XX^e siècle dans des termes qui soulignent l'impossibilité pour les Banques Centrales de réguler efficacement les transactions à partir d'un contrôle de l'offre. Plus encore, on peut remarquer que les raisons de cet échec avancées par Aglietta rejoignent à plus d'un titre les analyses post-keynésiennes, puisqu'elles insistent non seulement sur les variations subséquentes de la vitesse de circulation de la monnaie, mais aussi sur les inventions techniques permettant de substituer des actifs liquides aux espèces monétaires.

On peut donc dégager un triple enjeu de la question du rôle des Banques Centrales au sein du courant post-keynésien : d'une part, cette question éclaire l'opposition constitutive de la doctrine post-keynésienne aux courants néoclassiques, notamment monétaristes ; d'autre part, elle nous conduit aux débats internes au post-keynésianisme, et en premier lieu à celui qui constitue un « passage obligé » pour toute approche des théories monétaires post-keynésiennes, opposant horizontalistes et structuralistes ; enfin, elle nous oriente vers les dialogues possibles entre post-keynésiens et tenants d'autres écoles hétérodoxes, tels que les régulationnistes.⁸ C'est à une approche de ces trois enjeux que cet essai est consacré.

⁵ : Marc Lavoie, *L'économie post-keynésienne*, La Découverte 2004. L'auteur identifie le « principe de la demande effective », selon lequel les effets de la demande prédominent sur ceux de l'offre (autant en courte période qu'en longue période) comme un « élément essentiel » constitutif du post-keynésianisme ; le principe de « l'économie monétaire de production », selon lequel les modèles « doivent tenir compte du fait que les contrats sont signés en unités monétaires, que les entreprises ont des dettes et les ménages, des actifs, qui imposent des contraintes financières » est quant à lui identifié comme un « élément auxiliaire » (p. 19) On peut cependant noter que le fait d'admettre ce second principe est un élément « essentiel » pour le caractère proprement keynésien du post-keynésianisme.

⁶ : J. Robinson, *Hérésies économiques* ; chap. V : « Modèles non monétaires », chap. VI : « Les prix et la monnaie » ; *Basic Books*, 1971 ; traduction française par G. Grellet, Calmann-Lévy 1972, pp. 107-150.

⁷ : Comme le remarque Marc Lavoie [2003], les rapprochements que l'on peut effectuer entre le courant post-keynésien et les approches hétérodoxes ne se limitent évidemment pas à ceux qui peuvent être établis entre post-keynésianisme et régulationnisme ; il nous semble cependant que ces rapprochements peuvent plus facilement s'élaborer lorsqu'il s'agit de courants explicitement macroéconomiques, et ouvertement fondés sur le refus de l'hypothèse de « neutralité » de la monnaie. En ce sens, il est peut-être plus facile de corréler les analyses de Nicholas Kaldor ou de Joan Robinson aux approches de cet économiste « hors-classe » qu'est Jean Cartelier, qu'avec le courant hétérodoxe de l'Economie des Conventions.

⁸ : Pour des raisons de simplicité, nous limiterons ici l'approche régulationniste des phénomènes monétaires aux analyses qu'en a données Michel Aglietta, notamment dans M. Aglietta & A. Orléans, *La violence de la monnaie*, Puf 1982.

D) Monnaie et Banque Centrale : la critique post-keynésienne du monétarisme

L'approche post-keynésienne du rôle des Banques Centrales est indissociable de la polémique qui oppose les post-keynésiens aux tenants du quantitativisme néoclassique. Pour Nicholas Kaldor, l'idée d'une action *indirecte* des Banques Centrales, s'exerçant principalement par le jeu des taux directeurs, correspond moins à une avancée novatrice de la théorie économique qu'à une riposte nécessaire à l'émergence d'une doctrine erronée promouvant un contrôle direct de l'offre. Non pas que cette idée soit elle-même le fruit d'une avancée théorique ou d'innovations techniques — bien au contraire, le monétarisme apparaît à Kaldor comme un retour à une doctrine déjà réfutée, comme un « hyper-conservatisme théorique ».

« C'est dans de telles circonstances que des idées discréditées depuis longtemps sur les causes de l'inflation — selon lesquelles la seule cause de la hausse universelle des prix se trouve dans une hausse préalable excessive de l'offre de monnaie (idée défendue depuis fort longtemps par le Professeur Milton Friedman) — rencontrèrent, de façon étonnante, un succès rapide auprès des politiciens, des banquiers, des journalistes et d'autres membres influents de l'opinion publique, d'abord aux Etats-Unis puis dans la plupart des pays industrialisés du monde occidental. »⁹

Ce refus d'un « retour » au quantitativisme naïf n'implique pas, pour Kaldor, d'opérer un pur et simple « retour à Keynes ». Pour Kaldor, ce sont bien les insuffisances de la théorie keynésienne qui doivent être questionnées, pour éviter l'abandon radical du keynésianisme comme tel. Ces insuffisances sont mises en lumière par la « stagflation » des années 1970, phénomène inédit au sein duquel s'articulent stagnation de la production et inflation ; plus précisément, ce qui semble tenir en échec les perspectives keynésiennes est le fait qu'une hausse des prix des aliments, des matières premières et de l'énergie (à partir de 1974) dans les pays industrialisés, n'ait pas été compensée par une hausse des salaires pourtant amorcée dès 1969. Cette hausse a en effet nourri l'inflation portant sur les produits manufacturés, mais a également entraîné un « changement rapide dans les termes réels de l'échange », entre les producteurs de biens primaires et les exportateurs de produits manufacturés. En d'autres termes, l'inflation apparaît ici isomorphe à une taxe additionnelle sur les biens manufacturés, taxe *qui ne déboucherait pas* sur une demande additionnelle de ces mêmes biens. Dans ce contexte, il devient évidemment difficile d'adopter une politique « keynésienne » d'ajustement du système de taxation par rapport aux dépenses visant à assurer l'alignement de la croissance (annuelle) de la demande sur celle des ressources et de l'efficacité des dispositifs techniques. Comme le remarque Kaldor, « la théorie keynésienne ne disposait pas d'instruments permettant de maîtriser la rapide inflation des prix et des salaires. »¹⁰

En quoi cette mise à mal du keynésianisme peut-elle justifier un retour au quantitativisme appliqué à la politique monétaire des Banques Centrales ? Pour Friedman, on ne peut assurer la stabilité des prix que si l'on assure une croissance régulière de la création monétaire, et non un taux d'intérêt régulier. Or ceci implique que les Banques Centrales abandonnent le souci de protéger *leurs propres réserves* par la fixation du taux de réescompte pour les titres à court terme ; concernant les taux d'intérêt, le but n'est plus de maintenir une relation déterminée entre les taux à court terme et le taux de réescompte officiel par des opérations d'*open market*, mais d'utiliser ces opérations pour réguler les réserves fournies aux banques commerciales (le but étant, selon Friedman, d'assurer une croissance lente et régulière de M1 et M2). Il s'agit donc bien ici de réguler le terme « de droite » de l'équation quantitative par le terme « de gauche », de maîtriser l'inflation en régulant la création monétaire.

⁹ : N. Kaldor, *Le fléau du monétarisme*, Economica, 1985, p. 20.

¹⁰ : *ibid.*, p. 19.

Nous ne nous attarderons pas sur les descriptions que donne Kaldor de l'échec de ces prescriptions, appliquées par la Réserve fédérale américaine à partir de 1979 et qui donnèrent lieu au vote du « Monetary Control Act » de 1980. Ce qui nous intéresse ici est de comprendre pourquoi, selon Kaldor, cette politique monétaire des Banques Centrales *ne pouvait pas* réussir, et ce indépendamment de la compétence ou de l'incompétence des institutions monétaires.

« Rétrospectivement, rien de cela ne serait arrivé si la Fed avait étudié et compris les analyses et les recommandations faites en 19587 par le Comité Radcliffe, selon lequel les banques centrales ne devraient pas se préoccuper de l'offre de monnaie en tant que telle : c'est le contrôle des taux d'intérêt, et non celui de la quantité de monnaie, qui est, selon les propres termes du Rapport, « la pièce maîtresse de l'action monétaire. »¹¹

La critique que les post-keynésiens opposent au néo-quantitativisme de Friedman est double ; il s'agit d'abord de la raison pour laquelle on peut parler de *néo-quantitativisme*, ce néologisme se justifiant essentiellement aux yeux des post-keynésiens par le fait que le quantitativisme friedmanien constitue un *appauvrissement* du quantitativisme classique. Il s'agit ensuite de la critique de l'interprétation de l'équation quantitative selon laquelle $MV = PT$, laquelle doit être lue — dans la mesure du moins où elle illustre une relation causale — de droite à gauche. La première critique est illustrée par l'ouvrage de Paul Davidson et Sydney Weintraub, *Money as Cause and Effect*, largement consacré à la remise en cause des thèses monétaristes, et dans lequel on trouve une distinction récurrente au sein des critiques que les post-keynésiens adressent aux théories de Friedman ; critique qui sépare ce que Friedman *prétend* dire, et ce qu'il dit *effectivement*. Cette distinction est importante, car on peut parfois être surpris par la critique, formulée par les post-keynésiens, selon laquelle Friedman établirait un « causal currency principle » entre l'offre de monnaie et les revenus. En effet, Friedman a à plusieurs reprises *récusé* explicitement l'affirmation selon laquelle il établirait un lien de causalité *unilatérale* entre la quantité de monnaie et les revenus :

« Le résultat est à peu près aussi décisif que peut l'être la réponse à n'importe quelle question de ce type ; il est clair qu'il y a des influences qui vont du revenu vers la quantité de monnaie, comme l'affirme le professeur Kaldor, mais il est également clair qu'il y a de fortes influences allant de la quantité de monnaie vers le revenu. Les unes de doivent pas, et ne devraient pas, exclure les autres. »¹²

Pour Davidson et Weintraub (de même que pour Kaldor ou Joan Robinson), « *despite their disclaims that money supply variation also appears as effects of economic conditions* »¹³, les études économétriques de Friedman et des monétaristes visent bel et bien à la mise en lumière de connections causales simples qui appauvrissent l'équation quantitative, dans la mesure tout d'abord où le rapport envisagé ne concerne pas même l'influence de la monnaie sur les *prix* et les *transactions*, mais uniquement sur les *revenus*. Davidson et Weintraub rejoignent ici la critique adressée par Joan Robinson à l'équation dite « de Cambridge », critique selon laquelle la disparition du membre T au profit de R au sein de la formule accentue le caractère de truisme de l'équation quantitative :

« L'équation dite de Cambridge, $M/P = kT$, dans laquelle R représente les « ressources » (par quoi l'on entend probablement un indice du revenu réel) et k le

¹¹ : *ibid.*, p. 23.

¹² : M. Friedman, extrait d'un Commentaire paru en octobre 1970 dans la *Lloyd's Bank Review*, en réponse à un article de Kaldor sur « Le Nouveau Monétarisme » paru dans la même revue au mois de juillet.

¹³ : P. Davidson et S. Weintraub, *Money as Cause and Effect*, *Economic Journal*, vol. 83, n°332, december 1973.

rapport des encaisses monétaires sur les « ressources », était encore plus insipide — elle ne faisait que constater que la valeur réelle du stock de monnaie est sa valeur nominale divisée par un indice des prix approprié. »¹⁴

Mais cet appauvrissement est secondaire par rapport à ce qui constitue le nerf de l'opposition post-keynésienne au monétarisme friedmanien (également fondée sur « l'unilatéralisme » supposé de Friedman), qui concerne le *sens* de la relation causale que l'on peut lire dans l'équation quantitative. La critique que les post-keynésiens adressent aux monétaristes est isomorphe à la critique qu'ils ont toujours adressée à la formule $MV = PT$, qui s'effectue en deux temps :

1) cette formule est inopérante, puisqu'il est difficile de définir avec précision les significations que l'on doit attribuer aux symboles : ainsi, à quelle(s) forme(s) d'actifs liquides doit-on faire correspondre M ? Est-il pertinent de limiter l'extension de M aux pièces de monnaie, aux billets et aux dépôts bancaires ? Doit-on limiter ces dépôts aux dépôts à vue ? De même, si T est un indice des transactions effectuées, « faut-il comprendre toutes les transactions faites pendant une année, ou seulement celles qui correspondent à des opérations de production et de répartition du revenu national ? »¹⁵ Ces critiques se renforcent au travers des différentes reformulations (différentes des identités keynésiennes : $Y = C + I = C + S$; $S = I$) que l'on peut être tenté de donner à l'équation quantitative.

2) cette imprécision de la formule ne porte pas préjudice à la théorie économique, *si l'on admet que la variable indépendante est à droite*. Ce qu'illustre alors la formule, c'est qu'une augmentation de la valeur de PT, due à une hausse du niveau d'activité (emploi et produit) ou à une augmentation du niveau général des prix (du fait d'une hausse des coûts monétaires) doit se traduire par une hausse de la quantité de monnaie ; si tel n'est pas le cas, on en déduira que la vitesse de circulation a augmenté. Mais, malheureusement, ce n'est pas dans ce sens que les monétaristes lisent la formule ; au contraire, ils l'utilisent pour montrer « qu'une variation de la quantité de monnaie entraînera une variation plus ou moins proportionnelle du niveau des prix. »

En quoi cette compréhension de la formule est-elle *préjudiciable* à la compréhension des dynamiques économiques ? La critique post-keynésienne est à la fois théorique et pratique : d'une part il est impossible d'attribuer à la quantité de monnaie un effet causal direct sur le niveau des prix ; d'autre part cette mécompréhension de la formule implique une politique monétaire de régulation par l'offre de monnaie, déterminée par les Banques Centrales, totalement inopérante. En ce sens, comprendre la réfutation (post)keynésienne de la théorie quantitative, c'est comprendre la fonction adéquate des Banques Centrales.

Refuser l'influence directe des fluctuations de la quantité de monnaie sur le niveau des prix (et la vitesse de circulation de la monnaie), c'est d'abord refuser la « neutralité » de la monnaie ; en ce sens, c'est d'abord reconnaître à la monnaie non seulement la fonction d'unité de mesure de la production (par le biais notamment des unités de salaire), mais aussi un rôle positif dans les différents arbitrages déterminant l'investissement : pour Keynes, l'investissement est en partie déterminé par le rapport existant entre le taux d'intérêt et l'efficacité marginale du capital.

« Nous pouvons dire que la courbe de l'efficacité marginale du capital gouverne les conditions auxquelles les fonds à prêter sont demandés pour faire de nouveaux

¹⁴ : J. Robinson, *op. cit.* p. 125.

¹⁵ : *ibid.* pp. 124-25

investissements et que le taux de l'intérêt gouverne les conditions auxquelles ces fonds sont actuellement offerts. »¹⁶

Pour Keynes, il est tout à fait vain de chercher à évacuer la dimension monétaire du taux d'intérêt ; outre l'impact que la monnaie possède sur le secteur réel, à court et long terme, c'est également en termes monétaires que s'effectue le calcul par lequel l'entrepreneur détermine son investissement. Comme l'indique Davidson :

« Keynes croit que le concept de « taux d'intérêt réel » de Fisher est une » confusion logique. Dans une économie monétaire évoluant dans le temps calendaire vers un futur incertain (statistiquement imprévisible), u taux d'intérêt réel à terme n'existe pas. Dans une économie d'entrepreneur, une firme ne vise qu'à boucler le processus de production en liquidant son capital circulant afin d'obtenir plus de monnaie à la fin qu'au départ. »¹⁷

Enfin, la monnaie permet aux entrepreneurs et aux consommateurs de se prémunir contre l'incertitude, que celle-ci soit probabilisable ou non. Par conséquent, reconnaître l'influence positive de la monnaie dans les arbitrages et les transactions, c'est poser les fondements d'une théorie de la *demande* de monnaie, en justifiant la « préférence pour la liquidité » des agents économiques. Néanmoins, la préférence pour la liquidité ne permet, selon les post-keynésiens, ni de construire une théorie satisfaisante de la demande de monnaie, ni de fournir les fondements d'une conceptualisation de l'offre (qui peut être considérée comme exogène à la lecture de la *Théorie générale*), ni même de donner une théorisation adéquate de la fixation du taux d'intérêt. Dans la *Théorie générale*, Keynes lui-même récuse explicitement la possibilité de considérer le taux d'intérêt comme étant fixé par « l'action combinée de l'efficacité marginale du capital et de la propension psychologique à épargner » :

« Le taux d'intérêt serait le facteur d'équilibre qui établit l'égalité entre, d'une part, la demande d'épargne résultant de l'investissement nouveau qui peut être réalisé à un taux d'intérêt déterminé et, d'autre part, l'offre d'épargne telle qu'elle résulte de la propension psychologique de la communauté à épargner à ce taux. Mais cette théorie s'écroule dès que l'on a compris qu'il est impossible de déduire le taux d'intérêt de ces deux seuls facteurs. »¹⁸

Selon les post-keynésiens, c'est dans le *Traité* qu'il convient de rechercher les déterminants fondamentaux de la demande de monnaie, notamment dans la différence que Keynes y expose entre épargne et liquidité. Selon Keynes, il faut en effet distinguer, au sein des différents dépôts, les dépôts *liquides* des dépôts *d'épargne* : les dépôts liquides (*cash deposits*), qui comprennent les dépôts « de revenus » (les *income deposits*, qui renvoient aux salaires versé aux travailleurs, destinés à financer leurs dépenses) et les dépôts « d'affaire » (les *business deposits*, destinés au financement de l'entreprise), sont le produit d'un paiement en monnaie. En revanche, les dépôts « d'épargne » n'obéissent pas à un objectif de financement immédiat, mais à des motivations telle que la rémunération de l'argent par le taux d'intérêt. Il y a donc une séparation stricte entre le motif de financement et le motif d'épargne, séparation par ailleurs reprise par Keynes dans la *Théorie générale*.

Les post-keynésiens prennent appui sur cette distinction pour différencier les deux rôles que doivent assumer les institutions bancaires : au motif d'épargne correspond la fonction d'*intermédiation financière*, tandis que le motif de financement correspond à la fonction de

¹⁶ : J. M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, petite bibliothèque Payot, 1982, p. 176.

¹⁷ : P. Davidson, *Quels sont les éléments essentiels de la théorie monétaire post-keynésienne*, in P. Piegay & L-P. Rochon [2003] p.26.

¹⁸ : J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 177.

création monétaire. Plus précisément, c'est à la création *active* de Keynes, renvoyant à la demande de crédit des entreprises auprès des banques (qui créent alors des créances sur elles-mêmes), que les post-keynésiens rattachent le financement des entreprises.

Pour comprendre cette relation effectuée par les post-keynésiens, il faut partir des propriétés essentielles de la monnaie telles que Keynes les définit dans la *Théorie générale* : d'une part, l'élasticité de *production* de tous les actifs liquides (monnaie incluse) est nulle ou négligeable. Par conséquent, les entrepreneurs qui ont besoin de monnaie pour financer leurs investissements ne peuvent avoir recours au travail salarié pour en produire davantage et satisfaire leur demande. Mais, d'autre part, on ne peut pas considérer que le surplus de monnaie exigé pourrait provenir de l'accroissement de l'épargne alimentant une demande de biens productibles. Ce serait le cas si l'on acceptait le principe de substitution brute reliant les actifs liquides et les biens reproductibles, car alors tout accroissement de l'épargne entraînerait une hausse du prix des actifs non reproductibles, cette hausse des prix relatifs incitant à son tour les épargnants à utiliser des biens durables reproductibles comme forme de détention de leur richesse. Mais, pour Keynes, l'élasticité de substitution entre actifs liquides (monnaie incluse) et biens reproductibles est nulle ou négligeable. Par conséquent, la part du revenu qui n'est pas dépensée en biens de consommation est « bloquée » dans le domaine des actifs non reproductibles. L'existence même de biens non reproductibles implique donc que le revenu versé pour la production *n'est pas* nécessairement dépensé pour l'acquisition de biens reproductibles par le travail.

La demande de monnaie émise par les entrepreneurs en vue de l'investissement productif ne peut donc, ni être satisfaite par un surcroît de production d'actifs liquides par ces entrepreneurs, ni par un accroissement de l'épargne impliquant une substitution de la demande de biens reproductibles à la demande d'actifs liquides. En d'autres termes, la demande de monnaie formulée par les entrepreneurs ne peut être satisfaite que par un système bancaire *créateur de monnaie*. Comme l'écrit Davidson,

« Pour financer l'investissement, les agents doivent pouvoir emprunter auprès d'un système bancaire créateur de monnaie, de sorte que la composante D_2 de la demande globale ne soit pas contrainte par le revenu courant. »¹⁹

Mais dans ce cas, il n'y a aucune raison de supposer que la demande elle-même sera déterminée par les quantités d'actifs liquides déjà en circulation ; au contraire, ce qui déterminera la demande d'actifs liquides sera la comparaison entre les coûts afférents à l'obtention de ces actifs, et les gains anticipés par l'entrepreneur du fait de l'investissement. On aboutit alors au cœur de la théorie post-keynésienne, dans laquelle la création monétaire assurée par le secteur bancaire répond à une demande de monnaie effectuée par les entrepreneurs en vue du financement de la production, financement justifié par le revenu net anticipé :

« La théorie de Keynes implique que, dans une économie d'entrepreneurs, ceux qui prévoient de dépenser à la période courante n'ont pas besoin, pour exercer cette demande, de percevoir un revenu à cette période ou avant. Cela signifie que la dépense D_2 , normalement associée à la demande de biens de capital fixe ou circulant reproductibles, n'est contrainte ni par le revenu courant ni par les dotations héritées du passé. Dans un système bancaire créateur de monnaie, D_2 n'est contrainte que par les revenus *monétaires* (et non réels) futurs anticipés. Dans un monde où la monnaie n'est créée que si quelqu'un s'endette (emprunte) pour acheter des biens, la dépense d'investissement réel est effectuée aussi longtemps que la valeur actualisée des revenus futurs anticipés (nets des dépenses de mise en œuvre) est supérieure ou

¹⁹ : P. Davidson, *op. cit.*, p. 26.

égale au coût d'acquisition des biens de capital nouvellement produits (leur prix d'offre courant). »²⁰

Par conséquent, ce qui détermine l'investissement *effectif* de l'entrepreneur est la possibilité qui lui est offerte d'obtenir un crédit auprès des banques, la création active de ces dernières apparaissant alors comme le point d'*origine* du processus productif. En d'autres termes, la relation entre épargne et financement est renversée, de façon telle que le crédit qui assure la possibilité de l'investissement productif ne repose plus sur une épargne préalablement réalisée, mais sur une création monétaire opérée par les institutions bancaires, la production effective permettant à son tour l'émergence de dépôts d'épargne. Par où se trouve fondée la formule post-keynésienne : les crédits font les dépôts.

Qu'en est-il dès lors de l'offre de monnaie ? On sait que l'une des critiques adressée à la théorie keynésienne se fonde sur l'idée d'une demande de monnaie s'ajustant à l'offre, déterminée de façon exogène. Dans la *Théorie générale* en effet, Keynes admet que le contrôle de la quantité de monnaie en circulation est assuré par la Banque Centrale ; ce qui semble indiquer que la création monétaire opérée par les banques commerciales devra s'ajuster aux limites fixées par les autorités. Mais même en admettant que la Banque Centrale puisse effectivement maîtriser directement le flux de la création monétaire, doit-on admettre que le contrôle de la masse monétaire opérée par la Banque Centrale s'adapte aux réquisits de financement exprimé par les entrepreneurs auprès des banques commerciales, ou doit-on au contraire supposer que la Banque Centrale peut *s'opposer* à la demande de monnaie formulée par les entrepreneurs ? Une fois encore, pour les post-keynésiens, c'est dans le *Traité* qu'il convient de chercher les réponses. La corrélation du crédit et du motif de financement dans le *Traité* semble en effet indiquer que la monnaie, dont la création est ainsi déterminée par l'état du système productif, est *endogène*. La création monétaire apparaît ainsi régie par les exigences de financement (en vue notamment de l'investissement) formulées par les entrepreneurs auprès des banques commerciales : par conséquent, c'est à ces dernières que revient la responsabilité de la création monétaire — ce qui court-circuite toute possibilité de contrôle direct de la masse monétaire par la Banque Centrale.

La remise en cause du quantitativisme par les post-keynésiens à partir d'une relecture du *Traité* de Keynes aboutit donc à la fondation de la demande de monnaie sur le motif de financement, lui-même corrélé aux projets d'investissements des entrepreneurs ; la fonction de création monétaire des banques, elle-même liée à ce motif de financement, apparaît ainsi déterminée par la demande de monnaie formulée par les entrepreneurs auprès des banques commerciales. La création monétaire, dont la responsabilité échoit aux banques de second rang, apparaît ainsi déterminée de façon endogène par l'état du système productif, ce qui contredit l'idée d'un contrôle direct de la masse monétaire par les Banques Centrales, régulant le processus de création monétaire de façon exogène. Il y a donc une relation directe entre refus théorique du néo-quantitativisme par les post-keynésiens, et refus pratique du monétarisme. La lecture « de gauche à droite » de l'équation quantitative est fautive, dans la mesure où c'est à partir de l'état du système productif que doivent être appréhendées les fluctuations affectant les prix et les transactions ; et ce sont ces fluctuations qui influencent la quantité de monnaie (ou, si la création monétaire ne « suit » pas les besoins de financement de l'économie, la vitesse de circulation). Par conséquent, le monétarisme est erroné, car toute tentative de régulation directe de l'offre de monnaie par la Banque Centrale, dans la mesure où elle consiste à traiter un effet en pensant agir sur une cause, ne peut aboutir qu'à déplacer le « symptôme » éco-pathologique. A l'image du médecin qui, soignant le corps d'un patient

²⁰ : *Ibid.* pp. 25-26.

dont l'asthme s'explique par des causes psychiques, est voué à voir revenir son patient souffrant cette fois d'urticaire ou d'un ulcère à l'estomac, le banquier central monétariste qui tente de restreindre l'offre de monnaie pour réduire l'inflation est voué à observer, soit une accélération subséquente de la vitesse de la circulation, soit un accroissement des agrégats monétaires de substitution. Inversement, si le banquier central tente d'injecter dans le système économique davantage de monnaie qu'il n'en est effectivement demandé,

« la quantité excédentaire sera automatiquement *anéantie*, soit à travers le remboursement des dettes, soit par sa transformation en actifs donnant droit à un intérêt. »²¹

Cependant, l'impossibilité d'une régulation de l'*offre* de monnaie par les Banques Centrales ne nous indique pas encore dans quelle mesure ces Banques Centrales peuvent agir sur la *demande* de monnaie. Dans la mesure en effet où la demande de financement des entrepreneurs est déterminée par la comparaison des revenus futurs anticipés et du coût d'acquisition des actifs liquides, on peut admettre que les Banques Centrales peuvent influencer largement sur la création monétaire en faisant varier les taux d'intérêt. La question est alors de savoir si les Banques Centrales peuvent, et doivent, tenter de réguler la quantité de monnaie en circulation par le biais, notamment, des taux directeurs, ou si au contraire elles ne peuvent que se contenter d'une régulation passive, adoptant un comportement « accommodant ». Ce n'est alors plus le débat entre post-keynésiens et néo-quantitativistes qu'il faut interroger, mais celui qui, parmi les post-keynésiens, oppose les « horizontalistes » (tels que Moore ou Kaldor) et les « structuralistes » (tels que Palley ou Davidson).

II) Le rôle des Banques Centrales : horizontalistes *versus* structuralistes

Ce qui fonde l'argumentaire des tenants d'une approche accommodante de l'offre de monnaie par les Banques Centrales, selon laquelle celles-ci ne peuvent et ne doivent que suivre le rythme de la création monétaire des banques commerciales, c'est d'abord l'idée que seule une réponse adéquate des Banques Centrales permet d'éviter la menace d'une crise financière. En supposant en effet que les Banques Centrales cherchent à éviter une diminution ou une augmentation de la base monétaire, elles ne peuvent le faire qu'en agissant sur le prix d'acquisition des réserves par les banques commerciales, c'est-à-dire pour Kaldor, en agissant sur le taux d'escompte ou de réescompte des Bons du Trésor et des obligations.

« Mais la banque Centrale ne peut pas fermer le “guichet de l'escompte” sans mettre en danger la solvabilité du système bancaire ; elle doit conserver sa fonction de “prêteur en dernier ressort”. »²²

Pour Kaldor, la monnaie de la Banque Centrale (constituée des billets de banque émis par la Banque Centrale et des dépôts que les banques privées conservent auprès de la Banque Centrale) est donc toujours fournie de façon purement endogène. En d'autres termes, à tout moment, la quantité de monnaie en circulation est déterminé par la demande.

« En fait, dans le cas où il y a une monnaie de crédit, la représentation correcte [dans le plan taux d'intérêt / quantité de monnaie] devrait être une « courbe d'offre » de monnaie *horizontale* et non pas verticale. La politique monétaire est représentée

²¹ : N. Kaldor, *op. cit.*, p. 61.

²² : *Ibid.*, p. 63.

non pas par un stock de monnaie mais par un *taux d'intérêt donné* ; et la quantité de monnaie existante sera déterminée par la demande. »²³

On peut remarquer que l'on peut admettre le financement endogène des entreprises par les banques même en considérant que la Banque Centrale peut *refuser* cet accès à l'escompte aux banques commerciales ; en d'autres termes, on peut concilier la thèse d'une détermination par la demande du montant des crédits alloués par les banques commerciales aux entreprises et celle du « contrôle » relatif de l'offre globale de monnaie par les Banques centrales, à travers le contrôle des *réserves* bancaires. En effet, comme le remarque Moore,

« Pour la Réserve Fédérale, c'est un « privilège et non un droit » que d'emprunter par la fenêtre d'escompte à un taux inférieur (subventionné) à celui du marché. Comme il arrive toujours que la Fed refuse cet accès à l'escompte, on pourrait faussement en déduire qu'elle contrôle la quantité des réserves qu'elle offre. »²⁴

Mais il existe un mécanisme simple par lequel les banques peuvent obtenir un financement sans nécessairement accroître l'offre globale de réserve, à condition d'être solvable : celui du recours au marché des capitaux.

« Si les banques *individuelles* ne peuvent se procurer des réserves par la fenêtre d'escompte au taux subventionné elles peuvent toujours emprunter sans limite des réserves au taux du marché sur le marché des fonds fédéraux et celui des eurodollars, en émettant des certificats de dépôt ou en vendant des titres, des repos, etc. Du point de vue du système, seul l'emprunt par la fenêtre d'escompte accroît l'offre globale de réserves ; mais du point de vue des banques individuelles, les réserves supplémentaires procurées par le marché permettent de remplir leurs obligations de réserves aussi bien que celle empruntées directement à la Banque Centrale. »²⁵

En d'autres termes, à tout moment, le montant des crédits alloué par les banques commerciales est déterminé par la demande ; le refus des Banques Centrales n'ayant d'autre effet sur les réserves des banques que celui d'une modification de portefeuille. Bien entendu, ni dans la formulation de Kaldor, ni dans celle de Moore, la détermination des crédits par la demande n'implique que le taux d'intérêt fixé par la Banque Centrale soit *entièrement* dissocié de la demande elle-même, soit qu'il opère par le taux de réescompte, soit qu'il détermine le taux du marché par le biais du taux directeur ; mais ce n'est pas le taux d'intérêt qui s'ajuste à la demande : comme l'écrit Kaldor, le taux d'intérêt est une variable *indépendante*. En ce sens, même en admettant que l'offre est déterminée par la demande, on peut admettre que les autorités puissent influencer de façon indirecte sur la quantité de monnaie en faisant varier leur taux directeur :

« Il est possible que le taux d'intérêt de la banque Centrale (l'ancien « Bank rate », maintenant le « MLR ») augmente ou diminue selon que l'on cherche à restreindre ou à faciliter le crédit. »²⁶

Néanmoins, pour Kaldor, il convient de ne pas exagérer le rôle que le taux d'intérêt peut jouer dans la régulation de la demande, dans la mesure où celui-ci ne peut avoir d'impact *direct* sur le désir de détenir de la monnaie. Selon Kaldor, « la demande de monnaie, ou plutôt la vitesse

²³ : N. Kaldor, *op. cit.*, p. 62.

²⁴ : B. J. Moore, *L'endogénéité de l'offre de monnaie*, in P. Piegay & L-P. Rochon [2003] p.45.

²⁵ : *Ibid.*

²⁶ : *Ibid.*

de circulation, n'est pas sensible aux changements du taux d'intérêt. » C'est le niveau des revenus qui détermine principalement la demande, et le taux d'intérêt ne peut avoir d'influence sur la demande que dans la mesure où cette influence s'exerce à travers les variations du niveau de la production et des revenus, et donc de l'investissement.

D'une part, donc, les Banques Centrales ne peuvent s'opposer aux demandes de crédit effectuées par les entrepreneurs auprès des banques commerciales, ce qui signifie qu'elles ne peuvent s'opposer (sauf à assumer le risque d'insolvabilité des banques) à une création de monnaie correspondant aux fluctuations de la monnaie de crédit. Mais d'autre part, les instruments dont disposent les Banques Centrales pour tenter d'influer sur le crédit sont largement inefficaces.

Ainsi, selon un autre « horizontaliste », Basil J. Moore, les opérations d'*open market* (par lesquelles les banques vendent une partie des bons du Trésor afin d'obtenir des réserves) illustrent moins le pouvoir de la Banque Centrale sur les banques commerciales qu'elles ne prouvent la nécessité pour elle de couvrir les besoins de monnaie que ces dernières formulent — ce que Moore considère comme une action « défensive ». C'est d'ailleurs ce qu'illustre la forme particulière que prennent aujourd'hui ces opérations d'*open market*, qui s'établissent majoritairement sous la forme de mises en pension et de prises de pension. Comme le remarque Lavoie, par ces opérations la Banque Centrale n'achète pas le titre de la banque privée « pour de bon » : elle se contente de l'acheter tout en promettant de le lui revendre quelques jours (ou quelques semaines) plus tard. Selon Lavoie, ce processus illustre bien la façon dont une opération d'*open market* est liée au régime d'une économie d'endettement, dans laquelle les banques privées sont libres d'emprunter auprès de la Banque Centrale les réserves obligatoires dont elles ont besoin, puisque :

« Cette transaction, une fois décomposée, est similaire à celle des économies d'endettement : la banque privée prête des bons du Trésor à la banque centrale, en échange de quoi la banque centrale prête des réserves à la banque privée ! »²⁷

Selon Moore, si la Banque Centrale tente d'utiliser ces opérations à des fins « offensives », elles n'auront d'impact que sur les taux d'intérêt. Or, comme le remarque Moore, les banques restent largement indifférentes aux variations des taux d'intérêt. De plus, l'action sur le rapport entre taux de réescompte et taux d'intérêt ne peut avoir d'efficacité que si les banques commerciales « passent » par la fenêtre d'escompte pour des raisons strictement budgétaires, les réserves empruntées et non empruntées des banques étant équivalentes *aux yeux des banques*, qui ne considéreraient que le prix monétaire de l'acquisition de ces réserves. Or, pour Moore, tel n'est pas le cas, car du fait des modalités du contrôle des demandes d'emprunt par la fenêtre d'escompte, « toute augmentation de la demande accroît très fortement les coûts *non pécuniaires* (frown costs) que la Fed répercute sur les demandeurs ».²⁸ Pour Moore, c'est ce qui explique que les réserves empruntées ne représentent que 4% des réserves totales (ce qui correspond aux « mesures d'urgence »), ce qui contribue à limiter l'impact des variations du rapport des taux déclenchées par les autorités monétaires.

Pourtant, cette (double) obligation des Banques centrales de souscrire aux demandes des banques commerciales (qu'elles ne peuvent contrôler) n'implique pas que les autorités monétaires ne puissent agir indirectement sur les demandes *de crédit* que les entreprises ou les particuliers déposent auprès de leur banque. En quel sens peut-on ainsi dire que les banques commerciales sont « indifférentes » aux variations des taux d'intérêt déclenchées par les Banques centrales ?

²⁷ : M. Lavoie, *op. cit.*, p. 60.

²⁸ : *Ibid.*, p. 47.

« Providing banks are willing and able to pass these higher marginal costs of funds in higher lending rates to their borrowing clients, the volume of bank loans and deposits will continue to increase, depending on the interest elasticity of demand for bank credit. »²⁹

La politique monétaire de la Banque Centrale portant sur les fluctuations d'intérêt ne détermine donc pas directement les réserves constituées par les banques commerciales, mais elle peut néanmoins théoriquement influencer sur le montant global des crédits en influençant les demandes effectuées par leurs clients. En d'autres termes, même si la base monétaire est « demand-determined », elle est néanmoins « credit driven », et la demande de crédit dépend en partie du taux d'intérêt fixé par la Banque Centrale. La conclusion de l'approche horizontaliste n'est donc pas que les Banques Centrales seraient *totalelement passives*, mais que la monnaie est *totalelement endogène*. Ce n'est pas le rapport de l'offre de monnaie à la demande de monnaie qui détermine le taux d'intérêt (ce que traduirait une représentation graphique au sein de laquelle le taux d'intérêt croirait avec la demande pour une offre donnée), c'est l'offre de monnaie qui peut varier à l'infini pour un taux d'intérêt donné, en fonction de la demande (ce que traduit une représentation graphique au sein de laquelle la courbe d'offre est horizontale dans le repère quantité de monnaie / taux d'intérêt.) L'offre de monnaie est donc élastique aux taux d'intérêt.

C'est cette conclusion que remettent cause les tenants de l'approche « structuraliste », selon lesquels l'octroi de crédit ne se fonde pas *uniquement* sur les initiatives privées du secteur bancaire. En premier lieu, les structuralistes refusent l'affirmation de Kaldor selon laquelle la fonction de prêteur en dernier ressort contraindrait les Banques Centrales à souscrire en totalité aux demandes de refinancement formulées par les banques. Ainsi, si une Banque Centrale engage une lutte contre l'inflation, si elle veut éviter les pressions sur le taux de change de sa devise, ou si elle a des doutes sur la liquidité d'ensemble du système économique, elle peut refuser de couvrir la totalité des demandes de refinancement des banques. Nous avons vu que, pour Moore, ce refus éventuel des Banques Centrales, si elle pouvait effectivement réguler la masse monétaire globale, n'avait pas d'incidence directe sur le financement des banques, à condition que celles-ci puissent garantir leur solvabilité sur le marché des capitaux.

Mais les structuralistes n'acceptent pas non plus l'affirmation selon laquelle les opérations d'*open market* seraient non-contraignantes pour les banques commerciales ; pour Robert Pollin, si les Banques Centrales estiment que les banques de second rang se sont surendettées, elles peuvent mettre en œuvre un processus de consolidation en régulant leur participation à ces opérations. En dernière instance, les interventions des Banques Centrales au travers des opérations d'*open market* et de l'achat-vente de titres modifient les quantités de monnaie détenues par les agents. Même si la « première » création monétaire, opérée par les banques commerciales, est strictement endogène (elle fait suite aux demandes des clients des banques), la « seconde » création monétaire, issue des demandes effectuées par les banques commerciales auprès de la Banque Centrale pour se refinancer, appartient bien au registre de l'*initiative volontaire* de la Banque Centrale.

Pour Davidson, il existe donc deux types de monnaies : une monnaie *endogène*, dont l'offre est élastique aux variations des taux, et une monnaie *exogène*, dont l'offre est inélastique ; il peut donc y avoir « résistance » de l'offre de monnaie à la demande, restriction de la création monétaire (notamment par le contrôle des réserves des banques) en réponse à ce que les autorités monétaires considèrent comme un « emballement » du crédit. Cela ne contredit pas

²⁹ : Basil J. Moore, *The endogenous money supply*, Journal of Post Keynesian Economics, vol 10. N°3, printemps 1988, p. 379.

l'endogénéité de la monnaie, toujours dictée par l'état du système de production, en revanche cela brise « l'horizontalité » de l'offre de monnaie, laquelle peut alors être représentée dans le repère quantité de monnaie / taux d'intérêt, par une pente oblique *inverse* de celle de la demande.

Cette divergence quant au caractère accommodant des Banques Centrales se répercute évidemment sur le comportement supposé des banques commerciales. En effet, si la Banque Centrale est strictement accommodante, alors les banques commerciales peuvent concéder n'importe quelle quantité de prêts, dès lors que l'emprunteur souscrit aux conditions de prêt qu'elles fixent, et que sa solvabilité est assurée. Les banques de second rang apparaissent alors vis-à-vis de leurs clients comme *price setters*, fixant les taux d'intérêt débiteurs, mais *quantity takers* (sous réserve d'un plafond qu'elles se sont donné, mais qui n'est pas absolu). Dans ce contexte, selon Moore, les variations conjoncturelles de taux peuvent influencer les demandes de prêt, mais cette influence s'exerce majoritairement sur les crédits à la consommation. Ce système en revanche garantit aux entreprises l'obtention de lignes de crédit optimales, par le jeu de la concurrence interbancaire. Pour Moore, les banques ne contrôlent donc pas davantage le montant des crédits que les Banques Centrales ne maîtrisent l'offre de monnaie.

A l'inverse, selon les structuralistes, dans la mesure où les Banques Centrales peuvent refuser de souscrire à leurs demandes de refinancement, les banques commerciales ont recours à des activités de gestion actif / passif pour dégager les réserves de liquidité dont elles ont besoin. Selon Palley, la rigidité éventuelle de l'offre de monnaie par les Banques Centrales implique que les banques commerciales mettent en œuvre, soit des stratégies de substitution de portefeuille (entre les créances et les réserves secondaires, par la vente de ces réserves à des agents non financiers), soit des augmentations des taux d'intérêt à terme et des dépôts (à des fins de substitution monétaire). Dans ce contexte, il y a donc une interaction complexe entre le volume de l'offre de crédit et les activités de gestion des banques, c'est-à-dire également entre les demandes de refinancement des banques et les fluctuations des taux d'intérêt.

« Unless the monetary authority is being fully accomodative, banks will engage in asset and liability management to obtain liquidity, and this the affects interest rates. »³⁰

On voit donc le chiasme que représente la représentation de la fonction et du pouvoir des Banques Centrales pour la théorie post-keynésienne :

1) Soit les Banques Centrales effectuent effectivement un pouvoir de contrôle (relatif) sur la masse monétaire (laquelle n'apparaît alors plus comme absolument « endogène »), mais dans ce cas il faut admettre que le choix du taux d'intérêt directeur par la Banque Centrale n'est pas lui-même strictement « exogène », placé en situation d'interaction avec le volume de l'offre de crédit. Ainsi, si pour quelques structuralistes comme Minsky, la Banque Centrale ne peut contrôler ni le montant des réserves ni le taux d'intérêt, la majorité du courant structuraliste reconnaît que la Banque Centrale modifie ses taux en fonction de la conjoncture. Il y a donc bien endogénéisation du comportement de la Banque Centrale, que les structuralistes désignent par la « fonction de réaction ». Pour Slifi Abdelkader,

« Cette fonction, qui permet notamment de « boucler » le modèle en levant l'indétermination du taux d'intérêt sans pour autant le considérer comme exogène,

³⁰ : Thomas I. Palley, *Beyond Endogenous Money : Toward Endogenous Finance*, in T. Nell & G. Deleplace, *Money in motion. The post keynesians and the circulation approaches*, MacMillan / St Martin's Press, Basingstoke, New York 1996, p. 520.

décrit l'ajustement du taux d'intérêt suite aux variations des grandeurs économiques que la Banque Centrale juge pertinentes. »³¹

Non que cette fonction remette en cause le pouvoir « discrétionnaire » de la Banque Centrale de fixer les taux d'intérêt ; mais l'institutionnalisation de ce taux par une systématisation du comportement des autorités, permettant d'en rendre compte par une relation fonctionnelle, interdit de le considérer comme véritablement « exogène ». Au niveau macroéconomique, l'exogénéisation relative de la monnaie par les horizontalistes constitue donc bien le pendant d'une endogénéisation du comportement bancaire, qu'il s'agisse de celui des banques commerciales (vis-à-vis de la demande de crédits des entrepreneurs) ou de celui de la Banque Centrale (vis-à-vis de la demande de réserves des banques privées).

2) Soit les Banques Centrales n'ont pas de contrôle de la masse monétaire, elles sont strictement accommodantes par rapport aux demandes de refinancement formulées par les banques de second rang suite à leurs octrois de crédit : la monnaie apparaît cette fois strictement endogène, mais c'est le taux d'intérêt qui apparaît alors strictement exogène ! Si comme le veut Kaldor, r n'est pas une variable dépendante, « nous avons besoin d'une nouvelle équation pour déterminer la valeur pour déterminer r » en tant que variable indépendante.³²

« Une fois admise l'idée d'une offre de monnaie endogène, il manque au marché de la monnaie une variable exogène, qui permette la détermination du taux d'intérêt et de la demande de monnaie. En effet, l'argument que l'offre est déterminée par la demande de monnaie [...] pose le problème de l'indétermination du taux d'intérêt. Apparaît alors comme une nécessité théorique le caractère exogène du taux d'intérêt, à laquelle fait d'ailleurs écho l'observation empirique du marché monétaire puisqu'il existe, dans toute économie monétaire, au moins un actif dont le taux de rendement est fixé de manière discrétionnaire. »³³

Cette exogénéité renforce en un sens la *responsabilité* de la Banque Centrale, puisque conformément aux thèses horizontalistes on peut supposer que les taux d'intérêt à court terme du marché graviteront autour de lui ; en adoptant la théorie du mark-up de Kalecki, on peut en effet considérer que les banques de second rang ajouteront simplement à ce taux une prime de risque variant selon la fiabilité de l'emprunteur (garanties apportées, confiance de la banque dans la réussite du projet d'investissement, etc.) A la « passivité » des Banques Centrales en ce qui concerne la quantité de monnaie émise correspond donc leur responsabilité accrue dans la fixation du taux d'intérêt, lequel ne peut plus du tout être considéré comme un simple indicateur de la rareté relative de la monnaie en tant que capital.

On peut donc dire que l'analyse du rôle des Banques Centrales par les deux courants keynésiens, horizontalistes et structuralistes, débat qui semblait en premier lieu ne concerner que les fondements microéconomiques de la théorie, engage en vérité des enjeux macroéconomiques majeurs. Si l'approche horizontaliste nous conduit vers une endogénéité radicale de la monnaie — ce qui justifie l'affirmation de Virginie Monvoisin selon laquelle la démarche horizontaliste peut être considérée comme un point « d'aboutissement » du post-keynésianisme³⁴ — à laquelle répond une exogénéité du taux d'intérêt, l'approche structuraliste nous conduit au contraire vers une limitation partielle de l'endogénéité de la

³¹ : S. Abdelkader, *Le marché de la monnaie chez les post-keynésiens, Préférence pour la liquidité et / ou monnaie endogène*, Mai 2005, p. 13.

³² : N. Kaldor, *op. cit.*, p. 62.

³³ : S. Abdelkader, *op. cit.*, p. 11.

³⁴ : V. Monvoisin, *op. cit.*, p. 11.

monnaie (dans la mesure où les banques Centrales peuvent exercer un contrôle (limité) sur les réserves des banques privées), limitation à laquelle répond celle du caractère exogène du taux d'intérêt, intégré au mouvement d'endogénéisation touchant la globalité du système bancaire. En ce sens, l'étude du rôle des Banques Centrales au sein de la théorie post-keynésienne contredit l'affirmation selon laquelle la controverse opposant horizontalistes et structuralistes ne constituerait qu'une tempête dans un verre d'eau.

Mais on doit également remarquer que cette question de la représentation du rôle des Banques Centrales permet également d'éclairer, à travers les points de consensus qu'elle fait apparaître chez les différents courants, ce qui constitue le cœur de la théorie post-keynésienne. Quels sont en effet les points de convergence entre structuralistes et horizontalistes ? Selon Moore, la raison pour laquelle on peut affirmer qu'il n'existe aucun « désaccord profond » entre les deux théories, est que

« Toutes deux affirment que l'offre de monnaie de crédit est déterminée de manière endogène par la demande de crédit au lieu d'être fixée de manière exogène par les autorités monétaires. »³⁵

Il s'agit d'une part du principe de la demande effective, selon lequel la quantité de monnaie est en dernière instance déterminée par l'état du système productif. L'offre de monnaie suit l'activité, *à partir des crédits jusqu'aux dépôts*, en passant par les salaires, la consommation et l'investissement ; dans la mesure où l'offre de monnaie dépend *toujours* de la demande de crédits, cette endogénéisation de la monnaie apporte une caution théorique au principe de la demande effective selon lequel l'investissement génère l'épargne nécessaire à son financement. Fonder l'offre sur la demande, c'est réfuter la théorie de l'épargne préalable, puisque la décision d'investir est libérée des contraintes fondées sur les disponibilités financières.

Mais on doit aussi soulever un autre point de convergence entre les deux courants, qui porte sur la responsabilité des Banques Centrales. Ce point est important, car il récuse absolument le « laxisme » des autorités monétaires que l'on pourrait être tenté de déduire des positions post-keynésiennes, dans la mesure où celles-ci refusent aux Banques Centrales la maîtrise de l'offre de monnaie. Comme le remarque Moore, il y a chez les post-keynésiens

« un consensus croissant sur le fait que les banques centrales ont le pouvoir de fixer quotidiennement le niveau des taux d'intérêt à court terme et exercent effectivement ce pouvoir [...]. Ce que nient les « structuralistes » et beaucoup d'autres est la capacité des autorités monétaires de fixer le taux d'intérêt à court terme *sur la longue période*. »³⁶

Ni les structuralistes³⁷, ni (évidemment) les horizontalistes ne remettent donc en cause le fait que les Banques Centrales interviennent dans la fixation des taux d'intérêt à court terme *sur la période de marché*. Pollin et Moore s'accordent en effet sur le fait que les tests de causalité entre le taux des fonds fédéraux et les autres taux à court terme (taux de base, taux des certificats de dépôt à court terme, taux d'escompte) indiquent que la causalité de Granger va des premiers aux seconds. « Par leur arbitrage, les banques alignent étroitement les taux à court terme du marché (par exemple ceux des certificats de dépôt et des bons du Trésor) sur le taux des fonds fédéraux. »³⁸ Selon Moore, si la Fed nourrit l'apparence contraire en fixant avec un retard récurrent le taux d'escompte, signifiant ainsi qu'elle suit la hausse ou la baisse

³⁵ : B. J. Moore, *L'endogénéité de l'offre de monnaie*, op. cit., p. 42

³⁶ : *Ibid.*, p. 43.

³⁷ : Il serait cependant erroné de considérer que cette affirmation vaut pour *tous* les post-keynésiens dits « structuralistes » ; elle ne vaut pas, par exemple, pour Minsky.

³⁸ : B. J. Moore, *ibid.*, p. 47.

des taux du marché, c'est uniquement parce qu'elle répugne à reconnaître son pouvoir de fixation des taux d'intérêt à court terme. Le paradoxe que relève Moore est que la législation américaine reconnaît à la Fed une prérogative « monétariste » qu'elle est incapable d'assumer (fixer le taux de croissance des agrégats monétaires), ce qui la contraint à adopter sans le dire un comportement post-keynésien, qui plus est horizontaliste !

« La Fed est de très mauvaise foi quand elle prétend seulement suivre les taux du marché qui seraient déterminés par d'autres facteurs (tels que la phase du cycle, les anticipations d'inflation ou l'ampleur du déficit fédéral, etc.) Nous avons montré que la Fed fixe le différentiel entre le taux des fonds fédéraux et le taux d'escompte, elle fixe donc le taux des fonds fédéraux et de tous les taux du marché à court terme. Son instrument est le degré de contrainte sur les réserves qu'elle impose au système (c'est-à-dire la mesure avec laquelle elle force les banques « à recourir à la fenêtre d'escompte ».) »³⁹

Et ce, alors même que les autorités fédérales peuvent chercher à masquer cette intervention ; ainsi, selon Moore, le fait que la Fed fixe le taux d'escompte avec un retard récurrent, suivant ainsi la hausse ou la baisse des taux du marché, s'explique par le fait qu'elle s'efforce de dissimuler son pouvoir de fixation des taux d'intérêt à court terme. En raisonnant dans le cadre d'une période de marché, on peut donc admettre que horizontalistes et structuralistes admettent l'influence des autorités monétaires sur la fixation des taux d'intérêt à court terme. Ceci ne met pas fin au débat entre structuralistes et horizontalistes concernant le caractère exogène du taux d'intérêt⁴⁰, mais ouvre néanmoins un espace consensuel au sein duquel se trouve affirmée la *responsabilité des autorités monétaires* dans le processus de fixation des taux d'intérêt. Certes, la demande de capital circulant reste la cause endogène de la demande de crédit bancaire, et cette demande détermine à son tour l'offre de monnaie ; mais ce sont les autorités monétaires qui seules fixent le « prix d'offre marginal » d'un accroissement des crédits bancaires. La théorie post-keynésienne aboutit donc, de façon relativement consensuelle, à deux affirmations générales portant sur le rôle des Banques Centrales au sein du système économique : d'une part, les autorités monétaires *n'ont pas* le pouvoir de se substituer à la demande de crédit dans la détermination de l'offre globale de monnaie ; d'autre part, les Banques Centrales *sont responsables* du niveau des taux d'intérêt à court terme, lesquels ne peuvent en aucun cas être considérés comme exprimant un prix de marché endogène égalisant l'offre et la demande de liquidités. En ce sens, la théorie post-keynésienne des banques centrales repose sur un double appel, à leur soumission — anti-monétariste — au potentiel économique du système productif exprimé par les demandes de crédit, et à leur responsabilité — monétaire.

III) Monnaie et banque Centrale : post-keynésianisme et régulationnisme

L'une des questions que soulève cette approche post-keynésienne des Banques Centrales, et qui rejoint d'ailleurs l'une des causes de l'opposition entre différents courants du post-keynésianisme, est celle qui concerne le statut, descriptif ou normatif, de la théorie. Doit-on admettre, comme Moore l'explique concernant le rôle de la Fed, que les autorités monétaires *se conduisent* conformément aux analyses post-keynésiennes, alors même qu'elles prétendent

³⁹ : *Ibid.*, p. 48.

⁴⁰ : Pour Moore, les taux d'intérêt à court terme déterminent en grande partie les taux d'intérêt à long terme, puisque les taux à long terme dépendent des anticipations des taux courts futurs. Il y a bien causalité de Granger des taux longs aux taux courts, mais dans la mesure où les taux longs dépendent d'anticipations concernant les taux courts à venir, la causalité de Granger doit être lue à l'envers. cf. Moore, *op. cit.*, p. 48.

le contraire ? Ou faut-il au contraire considérer, comme Kaldor l'indique dans ses analyses des crises monétaires européennes et américaines, que les autorités monétaires contredisent dans leur pratique les préceptes post-keynésiens, qu'elles *devraient* pourtant suivre pour éviter les échecs répétés auxquels les conduisent les politiques monétaires inspirées du monétarisme ? Cette question du caractère descriptif ou normatif des analyses post-keynésiennes rejoint une autre question, qui interroge la capacité de la théorie post-keynésienne à rendre compte des *crises* monétaires. L'articulation de ces deux questions est illustrée par la thèse de « fragilité financière » de Minsky⁴¹, dont on peut considérer qu'elle articule les optiques horizontalistes et verticalistes au sein d'un schéma chronologique qui permet de rendre compte du surgissement d'un certain type de crise financière.

Selon Minsky en effet, à une création monétaire entièrement déterminée par la confiance des banques commerciales peut succéder une intervention des autorités monétaires qui remet en cause la stabilité du système. En un sens, la conséquence de ce schéma ne plaide ni pour la portée normative de la thèse horizontaliste (puisque l'endogénéité radicale de la création monétaire conduit à une fragilisation du bilan des banques commerciales), ni pour celle de la thèse structuraliste (puisque le refus par la Banque Centrale de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort est ce qui détermine en fin de compte l'insolvabilité des entreprises). Le structuralisme de Minsky s'affirme donc principalement à travers le fait que, selon lui, c'est *la crise elle-même* qui doit être considérée de façon endogène.

Rappelons l'argument sur lequel se fonde la thèse de la fragilité financière. Dans des conditions de tranquillité, du fait de la confiance qu'elles possèdent dans la solvabilité de leurs clients et la rentabilité des projets d'investissement, les banques concèdent largement des prêts aux entrepreneurs, réduisant progressivement leur prime de risque et acceptant de forts taux d'endettement. De sorte que les bilans des agents se fragilisent, fragilisation accentuée du fait des comportements spéculatifs (phénomènes de « bulles ») et du levier d'endettement. Cette fragilisation entraîne dans un second temps l'inquiétude des autorités monétaires, qui tentent de réguler le volume des crédits en augmentant les taux d'intérêt, et en durcissant la réglementation prudentielle. Le problème est alors que ce changement de politique peut entraîner un renversement global du comportement bancaire, qui en se propageant peut entraîner l'insolvabilité des entreprises — laquelle débouche enfin sur un krach financier.

La thèse de Minsky pose frontalement le paradoxe de l'accommodation, qui peut être illustré par le concept « d'endogénéité politique » proposé par Palley. Que se passe-t-il en effet si les Banques Centrales refusent d'accommoder la hausse des dépôts suite à l'augmentation des crédits ? Il existe alors un fort risque d'effondrement du système bancaire du fait de son insolvabilité. Mais que se passe-t-il si les Banques centrales se montrent systématiquement accommodantes à l'égard des demandes de refinancement des banques commerciales ? Selon Palley, si les institutions financières

« considèrent que le régime existant est laxiste, elles vont alors structurer leurs comportements de crédits et leurs bilans sur la base d'une Banque Centrale accommodante ; un refus d'accommoder pourrait alors conduire à un effondrement. »⁴²

La politique monétaire adéquate de la Banque Centrale fait donc intervenir des éléments d'anticipation « sur la politique, la cohérence dans le temps et la crédibilité », ce qui justifie le concept d'endogénéité *politique* de l'accommodation. Le problème auquel se confronte alors la théorie post-keynésienne est celui que pose la confrontation entre :

⁴¹ : H. P. Minsky, *La structure financière, endettement et crédit*, in « Keynes aujourd'hui, Théories et Politiques », Barrère 1985.

⁴² : Th. Palley, *Monnaie endogène : signification et portée*, in P. Piégay & L.-P. Rochon [2003], p. 71.

a) une démarche prescriptive, enjoignant aux autorités monétaires de souscrire aux demandes de crédit des banques lorsque le système économique paraît stable ; ce qui, dans la mesure où les banques elles-mêmes se montrent généreuses dans leurs octrois de crédits aux entreprises dans les périodes de stabilité, risque de poser les germes d'une instabilité latente (mais cachée) qui ne pourra plus être entravée dès lors que les bilans des agents se seront fragilisés.

b) une démarche restrictive, imposant aux autorités centrales d'exercer leur pouvoir de contrôle sur les réserves bancaires alors même que la stabilité du système semble justifier les vellétés d'investissement formulées par les entrepreneurs.

Le problème est qu'il est très difficile de déterminer *a priori* la relation existant entre une hausse des crédits et la fragilité du système. On pourrait considérer que le risque d'insolvabilité est tout simplement proportionnel à la hausse du ratio dette/capital d'un emprunteur. Or, comme le remarquent Christian Descamps et Jacques Soichot,

« Rien ne prouve qu'une augmentation globale de la masse des crédits s'accompagne d'une dégradation des ratios d'endettement des emprunteurs : avec le développement de l'activité économique et l'essor du crédit, les affaires peuvent être florissantes, les profits s'accroître de telle sorte que l'endettement des firme ne s'alourdit pas. On peut donc évoquer un *paradoxe de la dette*, dont parle déjà Minsky, selon lequel la volonté d'endettement des entreprises butte paradoxalement sur l'amélioration de leurs profits. »⁴³

Les Banques Centrales ne peuvent donc légitimement se fonder sur la seule croissance du volume des crédits pour justifier leur intervention sur les réserves monétaires ou la réglementation prudentielle. De la même façon, il serait hasardeux de leur part de se fonder sur les conditions de crédit, notamment sur le mark-up imposé par les banques aux emprunteurs, dans la mesure où ces conditions ne reflètent pas nécessairement les conditions objectives des prêts. Comme le remarque S. C. Dow, le comportement « cyclothymique » des institutions financières peut très bien perturber l'adéquation des taux d'intérêt aux garanties offertes par l'emprunteur ; de plus, les conditions du crédit ne sont pas strictement élastiques à la situation de l'entreprise. Comme le remarquent encore Descamps et Soichot, les entreprises

« disposent généralement de lignes de crédit à un taux d'intérêt donné et tout nouveau tirage sur ces lignes ne suscite aucune modification des conditions initiales des taux d'intérêt. »⁴⁴

Par conséquent, rien ne semble permettre de déterminer *a priori* l'instant auquel les Banques Centrales devraient passer d'une politique monétaire « horizontaliste », souscrivant aux impératifs de la croissance en permettant aux banques de financer l'investissement productif, à une politique monétaire « structuraliste », par laquelle elles exerceraient leur pouvoir de contrôle sur les réserves bancaires. Il semble donc ici que la portée *normative* de la théorie post-keynésienne s'apparente moins à la dimension *prescriptive* d'une méthodologie de politique monétaire, qu'à la dimension *critique* concernant à la fois des politiques monétaires fondées sur des présupposés théoriques erronés, et sur une analyse théorique des crises passées.

⁴³ : Christian Descamps et Jacques Soichot, *Monnaie endogène et réglementation prudentielle*, in P. Piegay & L.-P. Rochon [2003], p. 104.

⁴⁴ : *Ibid.*

Or il semble que cette articulation du « paradoxe de Minsky », des difficultés que les autorités monétaires peuvent rencontrer dans la détermination du moment opportun de leur intervention, permette d'apporter un nouvel éclairage sur la question de la régulation de l'offre de monnaie par les Banques Centrales si on les confronte aux analyses proposées par un autre courant hétérodoxe — celui des théoriciens de la Régulation. Ceux-ci cherchent en effet à apporter une réponse originale à la question des modalités de l'intervention des Banques Centrales au sein de l'ordre monétaire, à travers l'analyse de l'endogénéité de la monnaie *et* de la politique monétaire.

Aglietta et Keynes : demande effective et incertitude

Si la mise en parallèle des théories post-keynésiennes et de l'approche du rôle des Banques Centrales défendue par Michel Aglietta en 1982 se justifie, c'est en premier lieu parce que ce dernier procède également à un « retour à Keynes » fondant une critique radicale du monétarisme de Friedman. Dans la réflexion qu'il mène sur « les vicissitudes de la politique américaine » dans les années 1970, Aglietta remarque que son analyse de la demande de monnaie rejoint l'approche keynésienne :

« Au terme de ces réflexions sur la demande de monnaie aux Etats-Unis, on ne peut qu'être frappé par la conformité de l'instabilité mise en évidence avec les enseignements de la théorie keynésienne. Pour Keynes, la demande de monnaie ne résulte pas d'un comportement homogène et stable. Même si la masse monétaire a l'apparence statistique d'un agrégat dont les composantes sont additives parce que l'unité de compte, base des évaluations nominales, est unique, son montant est néanmoins le résultat d'un ensemble de forces diverses ou de « motifs » dans la terminologie keynésienne. »⁴⁵

En d'autres termes, conformément aux enseignements des post-keynésiens, c'est à partir de la demande, et non de la quantité d'une « masse » monétaire qu'il faut appréhender les enjeux de la politique monétaire. Aglietta valide également la thèse post-keynésienne d'une prépondérance du « motif de financement » dans les encaisses de transaction, prépondérance qui

« établit à la fois l'antécédence de la demande de monnaie sur le revenu réalisé et sa dépendance vis-à-vis du crédit. »⁴⁶

Ce sont les projections des entrepreneurs (et des ménages) concernant leurs revenus futurs, et non les dépenses actuellement réalisées, qui déterminent la demande de monnaie en déterminant ce qu'Aglietta appelle leurs « plans de dépense ». Les accents post-keynésiens de cette approche de la demande de monnaie sont ici indiqués par Aglietta lui-même, qui renvoie dans le texte de 1982 aux analyses de Davidson (*Money and the real world*), pour invalider l'idée friedmanienne d'une dépendance de la demande vis-à-vis du « revenu permanent ». Si en effet on suppose que tous les plans de dépense sont supposés réalisés et que « tous les agents ont la même élasticité revenu », comme semble l'impliquer l'approche monétariste, on peut alors écrire une fonction *globale* pour l'ensemble des agents privés. Or selon Aglietta, l'analyse empirique des fluctuations monétaires des Etats-Unis dans les années 1970 dément aussi bien la validité théorique d'une élasticité indifférenciée que celle d'un revenu « permanent ». Pour Aglietta, ce sont avant tout les *perspectives* des agents concernant leur revenu futur qui déterminent leur demande d'encaisse.

⁴⁵ : M. Aglietta, *La violence de la monnaie*, Puf 1982, p. 245.

⁴⁶ : *Ibid.*

Il ne faudrait cependant pas déduire que le montant de la demande pourrait alors être anticipé par les autorités monétaires sur la base du calcul des « anticipations rationnelles » des agents concernant un avenir probabilisable. Au contraire, l'*incertitude* joue un rôle clé dans les anticipations des agents, dans la mesure où la demande d'encaisses sera d'autant plus élevée que les obligations de paiement (impliquées par les dépenses projetées) seront mises en rapport avec des recettes futures *dont les dates sont incertaines*. De plus, conformément aux enseignements de Keynes, Aglietta différencie deux catégories de dépenses projetées : celles qui sont liées à la consommation privée, et celles qui concernent l'investissement macroéconomique. Ces dernières sont loin d'être déterminées par le seul revenu réalisé : elles dépendent d'un ensemble complexe de facteurs qui expriment aussi bien l'optimisme des entrepreneurs que les perspectives de l'Etat. Or les élasticités des dépenses projetées, qu'il s'agisse des dépenses de consommation ou des dépenses d'investissement, sont « des fonctions croissantes de l'incertitude qui s'attache aux revenus futurs », grâce auxquels pourront être financées les dépenses projetées.

La même approche vaut en-dehors du domaine des encaisses de transaction. Pour Keynes, ce qui justifie la « fonction de réserve » de la monnaie, ce sont les motifs de précaution et de spéculation. Pour Aglietta, la fonction de « réserve de valeur » de la monnaie est sans doute plus importante qu'elle ne l'est pour la majorité des post-keynésiens, puisqu'elle constitue le déterminant principal de la demande de monnaie des agents en période de crise. Mais, pour Aglietta comme pour les post-keynésiens, c'est bien l'*incertitude* de l'avenir qui fonde cette fonction de réserve de la monnaie ; au caractère « non ergodique » du temps chez les post-keynésiens répond en effet chez Aglietta l'incapacité des agents à affecter des probabilités aux états du monde en période de crise.

La fonction de réserve de la monnaie n'est pas non plus, pour Aglietta, déterminée directement par le niveau des taux d'intérêt. Comme Moore, Aglietta souligne la complexité du lien causal qui relie les taux d'intérêts futurs, la variation anticipée de ces taux et la structure actuelle des taux d'intérêt ; selon Aglietta, ce que l'on peut en déduire est que la demande de monnaie (dans la mesure où elle est déterminée par une fonction de réserve) dépend moins du niveau déterminé des taux d'intérêts que de leur *variabilité*.

« L'horizon économique dépend de la variation anticipée des taux d'intérêt, laquelle se reflète dans la structure actuelle des taux d'intérêt. Comme la fonction de réserve de la monnaie résulte d'une stratégie patrimoniale portant sur la totalité de la structure des créances et des dettes, elle dépend de l'horizon économique. *On en conclut que la demande de monnaie ne dépend pas seulement du niveau du taux d'intérêt monétaire mais de la variabilité des taux*, comme on l'a remarqué empiriquement dans le cas des Etats-Unis. »⁴⁷

La demande de monnaie (en tant que réserve de valeur) n'est pas davantage soumise au niveau des prix qu'elle n'est déterminée par un taux d'intérêt. Ici encore, Aglietta rejoint les analyses de Davidson, puisque la raison pour laquelle le comportement de réserve des agents échappe à l'influence immédiate de l'indice statistique de l'inflation, est que selon lui « la monnaie ne saurait être substituable aux marchandises particulières. »⁴⁸ Non pas que ce comportement soit entièrement « bloqué » dans l'acquisition d'espèces monétaires : il y a bien une substituabilité propre aux moyens de paiement, mais celle-ci s'établit *au sein de la catégorie des actifs liquides*.⁴⁹ Ce point est décisif, puisque c'est sur lui que repose la

⁴⁷ : *Ibid.*, p. 247.

⁴⁸ : *Ibid.*

⁴⁹ : Aglietta caractérise ici un actif liquide comme un actif « doté d'un espace de circulation étendu et de faibles coûts de conversion en moyens de paiement. » Pour Aglietta, l'élément-clé est qu'il est impossible de déterminer *a priori* l'extension de ce concept.

nécessité d'abandonner le référentiel de la « masse monétaire » pour celui d'une structure de portefeuille d'actifs.

Le point de convergence de ces deux principes fondamentaux, communs à Aglietta et aux post-keynésiens, que sont le principe d'incertitude radicale (non probabilisable) et le principe de non-substitution entre monnaie et biens reproductibles — c'est la critique du monétarisme. Plus précisément, pour Aglietta, c'est l'hypothèse d'*équilibre général* qui, d'une part, repose sur la négation de ces deux principes et, d'autre part, constitue le cadre théorique à partir duquel peut se constituer la doctrine monétariste. Il y a ici un accord de principe entre Aglietta et les post-keynésiens dits « fondamentalistes » comme Joan Robinson : si l'équilibre général sert de base au monétarisme, c'est parce qu'il évacue toutes les caractéristiques *monétaires* du système économique.

« La fonction traditionnellement considérée par les auteurs monétaristes [...] revient à évacuer l'incertitude et la spécificité des structures financières. La monnaie est supposée substituable à l'ensemble des marchandises, ce qu'exprime l'influence directe de l'anticipation sur l'évolution du niveau général des prix [...]. Cela signifie que la monnaie est une marchandise comme une autre, et que corrélativement toutes les marchandises peuvent indifféremment être converties en moyens de paiement grâce à des marchés de biens d'occasion où les coûts de transactions sont faibles. Avec une telle hypothèse, qui n'est rien d'autre que la concurrence pure et parfaite, la préférence pour la liquidité n'a pas lieu d'être, la spécificité de la finance s'évanouit [...]. On peut en conclure que la demande de monnaie devient stable à partir du moment où on supprime l'ensemble des caractéristiques d'une économie monétaire ! »⁵⁰

Pour Aglietta, prendre l'économie monétaire au sérieux, c'est donc admettre l'instabilité intrinsèque de la demande de monnaie ; en ce sens, c'est revenir à Keynes, « qui fait porter sa réflexion théorique sur l'instabilité du comportement d'investissement dans une économie capitaliste. »⁵¹ Et, pour Aglietta comme pour les post-keynésiens, admettre cette instabilité, c'est récuser la possibilité d'une régulation monétaire fondée sur le contrôle d'un agrégat défini.

La critique du monétarisme

Concernant le contrôle de l'offre à la Friedman, fondé sur une progression de la masse monétaire à taux constant, Aglietta remarque qu'elle suppose que la demande réelle de monnaie par les individus est « totalement insensible aux variations du taux nominal qui découlent de la révision de leurs anticipations sur le taux d'inflation. » Sans cette insensibilité, il faudrait alors intégrer à la règle friedmanienne un principe de « feedback » anticipant les réactions des agents à l'application de la règle elle-même, etc. On reconnaît ici la critique classique qu'Aglietta adresse à la théorie des anticipations rationnelles depuis 1976 : soit la politique monétaire des autorités centrales repose sur la rationalité *limitée* des agents, et alors elle doit intégrer à l'infini des révisions secondaires afin de répondre aux réactions des individus à la mise en œuvre de cette politique, soit elle admet l'*omniscience* des agents, et dans ce cas toute politique monétaire est court-circuitée en tant que principe de régulation *efficace*, puisqu'elle est immédiatement anticipée au titre de variable contextuelle au sein des calculs stratégiques des agents. On aboutit ainsi à la conclusion paradoxale selon laquelle :

« Pour avoir une influence sur les fluctuations de la production et de l'emploi, l'offre de monnaie doit être purement aléatoire ! »⁵²

⁵⁰ : *Ibid.*, p. 248.

⁵¹ : *Ibid.*, p. 227.

⁵² : *Ibid.*, p. 228.

Ce que suppose l'idée d'une régulation de l'instabilité de la demande par un principe de contrôle stabilisé de l'offre, c'est soit une anticipation totale des « fonctions de réaction » des individus par les autorités centrales, soit des « anticipations unanimes et parfaites de la politique monétaire » par les agents privés. Dans les deux cas, elle suppose une « transparence » de la société à elle-même, transparence de l'ordre monétaire qui ne peut être soutenue, selon Aglietta, que si l'on admet que cet espace est lui-même absout des *désordres*, c'est-à-dire de la violence et des conflits qui régissent les rapports sociaux. Or « la médiation de la monnaie ne supprime pas la concurrence réelle des sujets privés, ni leur lutte inexpiable pour l'accaparement de la richesse »⁵³ ; loin de garantir la stabilité d'un système fondé sur les anticipations rationnelles d'agents omniscients, la monnaie donne au contraire naissance à un nouvel ordre conflictuel au sein duquel la polarisation des attentes est à la fois facteur de stabilisation *et* de déstabilisation — puisqu'un système au sein duquel le comportement individuel intègre le comportement supposé des autres individus *sans que* ces suppositions soient fondées sur une omniscience rationnelle et partagée est intrinsèquement *critique*.

« Livrée à elle-même, la finance privée ne connaît aucun équilibre ; c'est un *perpetuum mobile* qui est sensible à n'importe quelle rumeur dès lors que chacun pense en tirer un gain aux dépens des autres. »⁵⁴

On voit donc ici ce qui rapproche, mais aussi ce qui sépare ces analyses de 1982 de celles des post-keynésiens : toutes dressent un constat critique du monétarisme fondé sur l'impossibilité *théorique* d'un contrôle efficace de la quantité de monnaie par les institutions centrales ; de même, elles fondent cette critique sur le constat keynésien d'une incertitude radicale concernant l'avenir, qui contredit toute rationalisation *a priori* des comportements des agents ; enfin, elles lient cette incertitude au rôle des « instincts animaux » des agents économiques dans l'instabilité intrinsèque de la demande. En revanche, là où les post-keynésiens fondent l'incertitude sur une information imparfaite des agents découlant d'une structure « non ergodique » des processus économiques, Aglietta insiste davantage sur le caractère autovalidant des anticipations rationnelles *ou* irrationnelles concernant le comportement des autres participants, et sur le caractère intrinsèquement conflictuel des rapports sociaux. En d'autres termes, Aglietta introduit au sein de l'analyse économique un concept qui reste totalement étranger au courant post-keynésien : celui de violence mimétique.⁵⁵

Le problème est alors de savoir si, dans la mesure où l'on ne saurait « laisser la finance privée à elle-même », et dans la mesure également où toute velléité de contrôle de la masse monétaire relève de l'illusion, en quoi peut bien consister la « régulation » opérée par les autorités monétaires. Faut-il admettre la pertinence d'une politique « structuraliste », fondée en particulier sur une régulation indirecte de l'offre de crédit par le jeu des taux d'intérêt ? Ou faut-il au contraire admettre le bien-fondé de l'approche « horizontaliste », en admettant la gestion « passive » du crédit par les banques Centrales ?

⁵³ : *Ibid*, p. 229.

⁵⁴ : *Ibid.*, p. 231.

⁵⁵ ; On doit cependant remarquer que cette dynamique d'autovalidation perverse des attentes n'est pas absente des analyses post-keynésiennes. Dans sa « Deuxième conférence », Kaldor explique ainsi la dimension autoréalisante du pessimisme des entrepreneurs, en réponse aux objectifs déflationnistes du gouvernement Thatcher : « Comme les commandes ont *effectivement* diminué, ces anticipations n'étaient pas irrationnelles : elles se sont avérées être autoréalisantes, même si les choses ne se sont pas déroulées de la façon annoncée par le gouvernement lorsqu'il proclama sa stratégie à long terme. » (*op. cit.*, p. 71)

Une approche horizontaliste de l'offre de monnaie

Pour répondre à cette question, il faut d'abord mettre en lumière la façon dont la structure du patrimoine des agents et celle du bilan des banques peuvent se transformer conjointement sous l'impact d'un processus monétaire de type inflationniste. Si l'analyse monétariste est fautive, alors on doit pouvoir mettre en évidence le décrochage entre l'évolution des prix d'une part, et l'augmentation de la masse monétaire et de la vitesse de circulation de la monnaie d'autre part. Pour Aglietta, la corrélation des rythmes tendanciels de la masse monétaire, du prix du PNB et de l'évolution cyclique de la vitesse de circulation de la monnaie aux Etats-Unis entre 1960 et 1980 fait ainsi apparaître des divergences flagrantes.

« Utilisée pour simuler les évolutions de la masse monétaire après 1974, la fonction estimée antérieurement surestime systématiquement l'augmentation de la masse monétaire. L'ampleur de l'erreur semble surprenante. La surestimation cumulée atteignait 56 milliards de dollars au début de 1979, soit 15.5% du montant effectif de la masse monétaire ! »⁵⁶

Plus encore, la différenciation interne de l'agrégat monétaire, décomposé en monnaie centrale d'une part et en dépôts bancaires d'autre part, fait apparaître que la divergence provient exclusivement des seconds. L'inflation ne conduit donc pas à une augmentation indifférenciée de la masse monétaire et de la vitesse de circulation de la monnaie, mais à une modification de la structure du patrimoine des ménages et des entreprises, fondée sur une substitution de nouveaux actifs aux dépôts bancaires. Cette substitution, née du désir de protéger le pouvoir d'achat des encaisses monétaires, a été rendue possible par les innovations bancaires qui, à partir de 1974, ont permis la création d'actifs à court terme (*repurchase agreements, money market funds*) dont les coûts de transaction, inférieurs à ceux des autres créances à court terme de même rendement, ont pu les constituer en moyens de paiement (non comptabilisés dans l'agrégat traditionnel).

Or cette restructuration n'est pas neutre pour le marché du crédit : pour Aglietta, en validant ces innovations, non seulement la Banque Centrale a contribué à « immuniser » certains secteurs sensibles du système créances/dettes, mais elle a de plus permis d'ouvrir l'accès du marché monétaire à des acteurs dont les revenus ne permettaient pas au préalable l'acquisition des créances à court terme telles que les certificats de dépôt. Elle a surtout contribué à rendre les banques commerciales beaucoup plus autonomes vis-à-vis de la politique monétaire, comme le montre l'exemple précoce des certificats de dépôt dans la première partie des années 1960. Ce certificat, en permettant aux banques de capter les liquidités des entreprises en leur offrant des titres de dépôts négociables dotés d'une rémunération plus élevée que tous les autres actifs à court terme, a démultiplié l'autonomie des grandes banques commerciales vis-à-vis de la Banque Centrale. Moins indépendantes du réescompte, plus à même d'emprunter auprès des agents non financiers, celles-ci sont devenues d'autant moins sensibles aux politiques d'*open market* de la Banque Centrale.⁵⁷

De la même façon en abandonnant progressivement les réglementations imposant aux intermédiaires financiers des taux plafonds, les Banques Centrales ont permis à ces intermédiaires de concurrencer les banques commerciales en émettant des actifs indexés, libérant en partie les entreprises de la contrainte bancaire sur laquelle les autorités monétaires pouvaient exercer une influence.

Enfin, cette restructuration n'est pas neutre non plus vis-à-vis de l'emploi, puisque la préférence des ménages pour les actifs à court terme négociables sur le marché monétaire affecte les composantes longues des actifs. Pour Aglietta, les actions sont immédiatement

⁵⁶ : *Ibid.*, p. 240.

⁵⁷ : *Ibid.*, p. 274.

concernées, comme le montre le fait que si la proportion du capital détenu en actions avait toujours dépassé 40 % entre 1955 et 1968, elle tombe à 20 % de l'actif financier total des ménages en 1979.

« Ainsi la recherche systématique des actifs refuge contribue-t-elle à entretenir une vision pessimiste du futur et à paralyser les projets d'investissement productif en tarissant le capital à risque et en imposant un seuil minimal de rentabilité si élevé qu'il diminue sensiblement l'horizon économique des entreprises. »⁵⁸

On parvient donc à la conclusion paradoxale selon laquelle, si les Banques Centrales se sont montrées « accommodantes » dans la validation des innovations financières nées de l'inflation, une politique de rigueur des Banques Centrales vis-à-vis de la création monétaire a toutes les chances de renforcer les effets destructeurs du processus inflationniste !

De la même façon, la dynamique inflationniste a conduit les entreprises à modifier leur organisation interne, en les incitant à centraliser leur trésorerie « pour faire des économies d'échelle dans les paiements et pour diminuer la dispersion de leurs rentrées d'argent. »⁵⁹ Ici encore, cette modification n'est pas sans influence sur l'instabilité de la demande de monnaie, dans la mesure où les dispositifs techniques qui servent de support à cette centralisation (comme l'installation de réseaux électroniques de transferts de fonds) ne sont ni généralisés ni stabilisés.

Si donc les Banques Centrales ont un rôle à jouer dans la régulation du crédit, elles doivent concentrer leur action, non sur l'évolution d'un agrégat monétaire, mais sur la structure des patrimoines des ménages et des entreprises et sur celle des bilans des banques commerciales. Le problème est que ces structures semblent relativement indifférentes aux moyens d'actions traditionnels des Banques Centrales. La manière dont Aglietta appréhende les fluctuations de la politique monétaire américaine dans les années 1960 fait apparaître de nombreux points de convergence avec les thèses de Moore, selon lesquelles le pouvoir des Banques Centrales sur la masse monétaire est extrêmement faible, de même que son contrôle sur le comportement du système bancaire en général.

Si, comme nous l'avons dit, les agents sont loin d'être indifférents à la *variabilité* des taux d'intérêt, la demande globale de crédit reste largement indifférente aux variations tendanciennes de ces taux. Pour Aglietta, en accord sur ce point avec les thèses horizontalistes, la demande totale de crédit est très inélastique au taux d'intérêt. Elle n'est pas limitée par « le prix du crédit à tout niveau raisonnablement envisageable des taux. »⁶⁰ Non pas que *toutes* les composantes du crédit soient indifférentes à cette variation ; mais ici encore, ce qui répond à une évolution des taux n'est pas une baisse globale de la demande de crédit, mais une transformation de la structure interne de cette demande au profit des formes de créances les plus insensibles.

De la même façon, les Banques Centrales ne peuvent fonder leurs interventions sur un rationnement programmé et stable du crédit bancaire, comme le montrent les heurts répétitifs de la politique monétaire américaine des années 1960 et 1970. En 1966, après quatre années consécutives d'expansion du crédit bancaire au rythme de 13 % par an, l'actif des banques commerciales n'est pas devenu plus tributaire d'un endettement vis-à-vis de la Banque Centrale, du fait notamment des certificats de dépôt. Mais lorsque les taux d'intérêt du papier commercial, des bons du Trésor et des euro-dollars dépassent le plafond des certificats de dépôt (et que les banques se convainquent que ce plafond ne sera pas modifié par le Fed), les banques doivent faire face à des pertes importantes de liquidités (consécutives à la résorption des certificats) qu'elles ne peuvent compenser en vendant leurs titres publics à long terme (le

⁵⁸ : *Ibid.*, p. 257.

⁵⁹ : *Ibid.*, p. 244.

⁶⁰ : *Ibid.*, p. 249.

marché étant paralysé par la hausse des taux). Face à l'étranglement du crédit qui en découle, et devant la perspective d'une débâcle financière, le Fed *n'a pas d'autre choix* que d'ouvrir sa fenêtre d'escompte — et d'abandonner le plafond sur les certificats de dépôt en tant qu'instrument permettant de « provoquer délibérément une tension monétaire ». ⁶¹

L'intervention par le taux de l'escompte ne s'est pas avérée plus déterminante pour la crise de 1974. Alors que celui-ci était monté de 4.5 à 7.5 % en septembre 1973, correspondant ainsi à une politique restrictive du Fed en réponse à une nouvelle explosion du crédit bancaire (suite aux mesures prises par Nixon pour relancer la croissance), et tandis que le *prime rate* atteignait 10 % (exprimant le consensus de la communauté financière quant à une récession à venir), les banques anticipent une baisse des taux et un relâchement de la contrainte monétaire. Cette baisse se profilant à la fin de l'année, ces banques acquièrent des fonds fédéraux (refinancables à court terme) pour suivre la baisse attendue des taux sur le marché monétaire. Elles se trouvent donc placées dans une situation extrêmement critique lorsque les taux remontent brusquement (jusqu'à 13 %), en réponse à une reprise du crédit à court terme due à un mouvement de spéculation sur les matières premières. Cette fois encore,

« Pour éviter une crise de confiance générale dans le système bancaire, le Fed du procéder à une injection massive de réserves, soutenir et réorganiser au cas par cas les banques fragiles. » ⁶²

La gestion par les taux d'intérêt ne s'est donc pas seulement montrée inopérante pour endiguer les crises, elle a également montré explicitement aux institutions financières que les Banques Centrales n'hésiteraient plus à monétiser les déficits, pas plus qu'elles n'entraveraient le développement de nouveaux instruments financiers (tels que les taux d'intérêt flottants) visant à permettre aux particuliers de se prémunir contre les risques de variation des taux. En ce sens la politique des taux a abouti à l'officialisation de « l'horizontalisme » des autorités monétaires !

Enfin, concernant le rationnement direct du crédit par l'obligation faite aux institutions non bancaires de constituer des réserves marginales sur les crédits à la consommation, et par l'instauration de plafonds à la croissance du crédit bancaire, il ne saurait être efficace dès lors que les banques peuvent préserver le crédit aux entreprises tout en coupant le crédit aux ménages, déclenchant ainsi un mouvement de récession. Scénario conforme à celui qui se déroule en mars 1980, lorsque le Fed tente d'introduire une contrainte quantitative de crédit.

« Prenant peur comme d'habitude, les autorités monétaires levèrent précipitamment les restrictions du crédit, amorçant pour la disponibilité du crédit un enchaînement pervers similaire à celui qui s'était auparavant établi pour son coût. » ⁶³

En d'autres termes, « *quel que soit le moyen utilisé, les autorités ne peuvent échapper au compromis.* » ⁶⁴ En ce sens, l'accommodement des Banques centrales n'est pas un choix : conformément aux thèses de Moore, la Banque Centrale ne peut déroger à son rôle de prêteur en dernier ressort sans mettre en danger l'ensemble du système monétaire. Les instruments de la politique monétaire peuvent certes correspondre à un ensemble de « signaux » envoyés par les autorités monétaires à l'ensemble du marché, mais elles ne sauraient avoir de valeur véritablement contraignante.

⁶¹ : *Ibid.*, p. 296.

⁶² : *Ibid.*, p. 299.

⁶³ : *Ibid.*, p. 301.

⁶⁴ : *Ibid.*

Une approche structuraliste de l'ordre monétaire

Faut-il dès lors admettre que la politique monétaire devrait se limiter à une simple tâche d'accompagnement passif de la demande, d'adaptation à la croissance de monnaie bancaire ? Non. Si Aglietta valide la thèse d'une endogénéité radicale de la monnaie, cette endogénéité doit se comprendre à partir du système monétaire considéré de façon *globale*, c'est-à-dire intégrant le jeu dialectique des entreprises, des banques commerciales et des intermédiaires financiers d'une part, et des autorités monétaires d'autre part. En d'autres termes, l'endogénéité de la monnaie reste pour Aglietta une endogénéité structurale : l'enjeu de la politique monétaire ne peut pas davantage être nié au nom d'une suprématie de la demande, qu'il ne peut être surévalué à partir d'une « autonomie » toujours illusoire des autorités monétaires. L'ordre que doivent garantir les Banques Centrales ne peut pas être imposé « de l'extérieur » aux institutions financières par des politiques prescriptives qui en contrediraient les mécanismes ou les dynamiques internes. Mais cela n'implique pas que l'on doive laisser la finance au libre jeu des créances et des dettes, qui n'est autre que celui des rivalités privées.

« Le lieu, par excellence des rivalités concurrentielles est la finance. C'est le domaine de la confrontation des dettes, c'est-à-dire des désirs d'accaparement de ceux qui les ont émises. Ces désirs ne connaissent nulle borne intrinsèque, l'endettement ne peut être discipliné que si l'institution monétaire fait sentir des contraintes capables d'influencer l'émission des dettes privées. »⁶⁵

Pour Aglietta, ces contraintes ne sont pas le seul fait des Banques Centrales ; elles émanent de l'ensemble des institutions monétaires en tant qu'intermédiaires financiers. Ce qui permet en effet une régulation de l'endettement privé est en premier lieu la création de *différenciations stables* au sein de la circulation des dettes privées, différenciations fondées à la fois sur la *stratification* des créances et la *hiérarchie* des monnaies. La stratification consiste à instituer des espaces de circulation différenciés en fonction des types de créances ; elle est le fait des intermédiaires financiers, intermédiaires spécialisés qui contrôlent les conditions de *convertibilité* des créances en monnaie. Les banques commerciales garantissent cette convertibilité en influençant le prix des créances (par la biais notamment des taux d'intérêt) et en procédant à des refinancements qui substituent la dette des banques commerciales vis-à-vis des Banques Centrales à celle des agents non financiers.

« Les intermédiaires financiers font peser des contraintes *sélectives* sur les structures des créances-dettes, de façon à dévaloriser certaines catégories de titres financiers et en soutenir d'autres. Ils naviguent ainsi entre les deux écueils qui naissent des tensions financières : d'un côté le fractionnement qui interrompt la transférabilité des créances et provoque les défauts de paiement en chaîne ; d'un autre côté la centralisation qui engendre une réponse infiniment élastique à tout besoin de liquidité et qui favorise la propagation générale des tensions. »⁶⁶

Selon Aglietta, cette activité régulatrice des intermédiaires financiers, agissant par le biais de l'évaluation sélective des créances, ne peut s'effectuer que parce que les conditions de refinancement des banques commerciales sont *clairement établies* par les autorités monétaires. La discipline que les intermédiaires financiers imposent à leurs clients n'est que le reflet de la rigueur que les Banques Centrales exigent concernant la gestion de leur bilan par les banques commerciales. Ce qui garantit donc la pérennité de la régulation monétaire par la stratification des créances, c'est la hiérarchisation des monnaies, et la clarification des

⁶⁵ : *Ibid.*

⁶⁶ : *Ibid.*, p. 232.

conditions d'obtention de la monnaie centrale auprès des autorités monétaires conçues comme « prêteur en dernier ressort » pour les banques commerciales.

« Les banques commerciales sont les prêteur en dernier ressort pour l'ensemble des intermédiaires financiers ; la Banque Centrale est le prêteur en dernier ressort pour les banques commerciales. la structure monétaire hiérarchisée est ainsi l'organisation concrète qui respecte l'ambivalence de la monnaie. »⁶⁷

Faut-il conclure dès lors conclure qu'à la souveraineté de la monnaie centrale correspondrait une souveraineté des Banques Centrales sur les marchés financiers ? Non. Comme le souligne Aglietta, la régulation de l'ordre monétaire n'est possible que si les règles générales imposées par les Banques centrales « mordent » suffisamment sur les pratiques des institutions financières.⁶⁸ Toute influence des Banques Centrales sur l'offre de crédit ne saurait donc être qu'indirecte : elle le peut être que le *résultat* d'une politique monétaire efficace, non son moyen d'action. En lieu et place d'un contrôle de la masse monétaire, la politique monétaire telle que la conçoit Aglietta est « une action sur les structures et une gestion par les limites ». ⁶⁹ Or l'efficacité de cette action est elle-même conditionnée par le respect double impératif, paradoxal, imposé aux Banques Centrales : d'une part, la politique monétaire ne saurait avoir d'efficacité que si les règles générales promues par les autorités monétaires sont suffisamment *stables* pour pouvoir être intégrées au sein des stratégies des intermédiaires financiers ; mais, d'autre part, dans la mesure où les pratiques monétaires des banques commerciales ne sont pas seulement susceptibles de s'adapter à la réglementation générale, mais également capables de mettre en œuvre des innovations financières visant à la contourner, la réglementation elle-même doit rester *évolutive*. En d'autres termes, la politique monétaire des Banques Centrales ne peut avoir d'efficacité que si la permanence qu'elle possède en tant qu'institution demeure une permanence *structurelle*, c'est-à-dire non pas fondée sur la rigidité d'un contenu réglementaire, mais sur la rémanence d'un *rapport* entre le système de règles et la dynamique du crédit. La politique monétaire ne peut donc exercer son influence sur les pratiques bancaires que dans la mesure où elle s'adapte elle-même à l'évolution de ces pratiques : *les Banques Centrales ne peuvent réguler le jeu des créances privées qu'à condition de se soumettre à leur tour à la dynamique exprimée par l'évolution des pratiques des banques commerciales*. Il n'y a pas de « tutelle » exercée par les Banques Centrales sur les marchés de la monnaie, il n'y pas de régulation *exogène* du crédit par les autorités monétaires ; il n'y a qu'un accompagnement pondérateur qui ne peut sauvegarder son influence qu'en abandonnant ses prétentions à l'autonomie.

« La transformation des réglementations est un souci primordial de la Banque Centrale. En codifiant selon des règles générales le résultat des luttes qui déchirent la finance, elle cherche à réaffirmer sa souveraineté. En même temps la transformation des règles monétaires témoigne de ce que leur transcendance n'est qu'illusion. (...) cette dimension de la politique monétaire est incompréhensible pour quiconque a une vision homogène de la monnaie, c'est-à-dire purement quantitative. »⁷⁰

⁶⁷ : *Ibid.*

⁶⁸ : Aglietta emprunte explicitement cette expression à A. Lamfalussy, autre critique du monétarisme : « Je suis porté à croire que les mesures anti-inflationnistes qui mordent effectivement, et dont on peut concrètement sentir les effets, contribueront davantage à désamorcer les anticipations inflationnistes que l'observation stricte, à court terme, d'un objectif de masse monétaire qui, après tout, n'est qu'une simple abstraction. » (A. Lamfalussy, *Observation de règles ou politique discrétionnaire ? Essai sur la politique monétaire dans un milieu inflationniste*, in « Etudes économiques de la BRI », n°3, avril 1981, p. 22-23.

⁶⁹ : *Ibid.*, p. 233.

⁷⁰ : *Ibid.*

Toute tentative de contrôle de la croissance d'un agrégat déterminé est ainsi vouée à l'échec, dans la mesure où la rigidité réglementaire se trouverait rapidement contournée par les innovations instituées par les intermédiaires financiers en vue de satisfaire la demande de crédit. L'action des Banques Centrales ne peut être efficace que si elle est avant tout *réaction*, adaptation de la politique monétaire à l'évolution du crédit. Néanmoins, cette réaction n'est pas seulement passive, et l'accompagnement dont il s'agit ne se limite pas seulement à un refinancement automatique des banques commerciales. En ce sens, si Aglietta souscrit entièrement à un primat de la demande de monnaie, il ne valide pas l'argument horizontaliste d'une stricte soumission de l'offre de monnaie centrale aux exigences du marché.

Quels sont alors les instruments dont disposent les Banques centrales pour jouer leur rôle régulateur ? Doit-on admettre que les autorités monétaires peuvent endiguer les crises en rationnant le crédit en cas d'emballement de la demande, au risque de provoquer l'insolvabilité des institutions financières ?

Tout le problème vient de ce qu'Aglietta souscrit entièrement aux analyses de Minsky concernant la dichotomie perverse de la régulation monétaire ; si les Banques Centrales cherchent à affirmer leur souveraineté hors des périodes de tension, elles exercent une influence dépressive sur le marché du crédit qui s'oriente alors vers ce que l'on pourrait considérer comme un équilibre du sous-emploi. Plus encore, ce qui limite cette influence dépressive est tout simplement la faible influence des Banques Centrales sur le marché des créances en dehors des phases de crise. En effet, en ce qui concerne les Etats Unis, Aglietta remarque que le crédit bancaire ne représente qu'une faible part de l'endettement des entreprises :

« Il n'influence pas significativement les plans de dépenses de l'ensemble des entreprises lorsque les conditions financières de la croissance sont « normales ». [...] Son influence, et partant celle de la politique monétaire, s'exerce dans des situations limites. »⁷¹

Mais inversement, dans les périodes de crise l'intervention des Banques Centrales ne saurait avoir d'influence régulatrice, dans la mesure où, d'une part, un rationnement brusque contredit leur nature de prêteur en dernier ressort (ce qui supprime la hiérarchisation au lieu de l'affirmer) et où, d'autre part, un rationnement progressif est incapable de contrecarrer la dynamique autoréférentielle de la demande.

« La politique monétaire est impuissante à exercer une influence graduelle sur le crédit dans les phases euphoriques de l'accumulation du capital. Il en est ainsi parce que la prise de risque des agents privés, ou au contraire l'aversion contre le risque, ne peuvent faire référence à aucun équilibre par rapport auquel il serait possible de dire que l'une ou l'autre est trop grande. [...] D'où les mouvements de contagion qui emportent l'endettement si tout va bien, qui provoquent une recherche obsessionnelle de la liquidité si tout va mal. »⁷²

Le rôle des Banques Centrales apparaît dès lors extrêmement paradoxal. Conformément aux thèses post-keynésiennes, les prétentions monétaristes au contrôle de la masse monétaire sont contredites par le primat d'une demande rendue intrinsèquement instable par l'incertitude (et la violence mimétique). Conformément à l'optique horizontaliste, la Banque Centrale ne peut chercher à rationner les crédits dans les périodes de hausse tendancielle de la demande, sans risquer de provoquer l'insolvabilité des agents financiers. Enfin, conformément à l'optique structuraliste, l'influence exercée par les autorités monétaires ne doit pas se limiter à un accompagnement passif de la demande de crédit, mais affirmer sa souveraineté à travers une

⁷¹ : *Ibid.*, p. 257.

⁷² : *Ibid.*, p. 233.

réglementation qui reste contraignante, quoique impliquée de façon endogène par la structure du système économique. Si l'on ajoute à cela que l'action-réaction des Banques Centrales ne semble pas davantage justifiée en l'absence de tension qu'elle ne semble pouvoir être efficace en période de crise, il devient difficile d'entrevoir la manière dont les Banques Centrales peuvent affirmer leur souveraineté sans contredire le primat accordé à la demande de crédit. Ce paradoxe constitue en fait une expression de l'antagonisme qui oppose structuralistes et horizontalistes au sein du courant post-keynésien.⁷³ Comment concilier la rigueur efficiente des autorités monétaires et le libre épanouissement de l'investissement productif ? Rappelons la façon dont les post-keynésiens structuralistes concevaient l'expression de la « souveraineté » des Banques centrales :

« Si [les institutions financières] considèrent que le régime existant est laxiste, elles vont alors structurer leur comportement de crédits et leurs bilans sur la base d'une Banque Centrale accommodante. Un refus d'accommoder pourrait alors conduire à un effondrement. Si elles considèrent un régime strict, elles structureront leurs activités en conséquence et maintiendront un accès à la liquidité. Le système ne sera donc pas vulnérable à une non accommodation. »⁷⁴

Le problème est pour Aglietta que le caractère « strict » du régime d'accommodation choisit par les Banques Centrales ne peut conserver sa valeur contraignante qu'à condition de *s'adapter* aux innovations techniques mises en place par les banques pour maintenir cet accès à la liquidité. Comment dès lors les autorités monétaires peuvent-elles concilier rigidité et adaptation, pour réguler l'accès au crédit sans prétendre en contredire les dynamiques d'expansion ou de récession ? Pour Aglietta, résoudre ce problème, c'est dévoiler la « signification profonde » de la politique monétaire, laquelle consiste :

« à provoquer des tensions financières, c'est-à-dire des discontinuités dans la transférabilité des créances, capables d'engendrer un retournement unanime des comportements avant que la dynamique du crédit ne soit développée au point de rendre les conséquences de ces retournements difficilement maîtrisables. La politique monétaire est donc essentiellement un art des limites qui ne peut s'exercer que si l'organisation hiérarchique du système financier incorpore des seuils structurels où peuvent être localisées les tensions et où, par conséquent, les processus de réaction aux limites peuvent être contrôlés. »⁷⁵

En d'autres termes, la politique monétaire est une politique des « contre-feux », qui ne peut ni chercher à se rendre indépendante de la demande effective, ni chercher à contredire frontalement ses tendances par un rationnement intempestif. Le rôle des Banques Centrales n'est donc pas d'empêcher le marché du crédit de s'orienter vers des seuils critiques, il est au contraire de *mener le marché vers ces seuils* auxquels seront articulées des réactions prévisibles des autorités monétaires. Ce mode d'intervention repose sur deux conditions : 1) qu'il existe des seuils structurels repérables au sein de l'organisation monétaire, sachant que la tendance des innovations financières est de court-circuiter ces seuils en « immunisant » le marché contre les sanctions afférentes ; 2) que les Banques Centrales exercent explicitement une influence sur des variables monétaires susceptibles d'affecter le comportement des agents

⁷³ : Il convient encore une fois de remarquer le statut particulier qu'il faudrait accorder aux analyses de Minsky. Bien que cet auteur ne soit explicitement mentionné que dans les dernières pages que Aglietta consacre à l'analyse des fondements de la politique monétaire américaine, laquelle renvoie plus fréquemment aux ouvrages de Kaldor ou de Davidson, on peut considérer que la *theory of systemic fragility* constitue bien l'un des arrière-plans des analyses de 1982.

⁷⁴ : Th. Palley, *Monnaie endogène : signification et portée*, op. cit., p. 71.

⁷⁵ : M. Aglietta, op. cit., p. 234.

privés. Concernant ce dernier point, on peut remarquer qu'il constitue une ultime réfutation du monétarisme friedmanien :

« De ce point de vue, la masse monétaire a toutes les chances d'être une variable inadéquate. C'est un indicateur statistique abstrait provenant d'une agrégation empirique de liquidités postulées homogènes. Annoncer que l'on va contrôler une telle variable a peu d'effet sur les comportements individuels car ce n'est pas un déterminant concret et immédiat qui puisse être pris en compte dans les décisions qui aboutissent à la création de monnaie. Personne ne peut se sentir concerné parce que la Banque Centrale annonce solennellement que le rythme de croissance de la masse monétaire ne devra pas dépasser x % dans les trois mois où l'année qui vient. Penser le contraire, c'est se faire mystifier par la vision du système homogène qui fait croire que la Banque Centrale est toute-puissante parce que les agents privés ont toujours un comportement unanime. C'est l'illusion monétariste que nous payons très cher depuis qu'elle a fasciné les hommes politiques au pouvoir dans les pays occidentaux. »⁷⁶

Conclusion

On voit donc que le rapport qu'entretiennent les analyses régulationnistes effectuées par Aglietta en 1982 et les thèses post-keynésiennes est ambigu. Pour Aglietta, la transcendance de la politique monétaire est toujours illusoire, et l'utilisation par les Banques Centrales des instruments classiques de régulation (réserves, taux, opérations d'*open market*) voit son efficacité immédiatement limitée par le processus d'adaptation que les banques et les intermédiaires financiers, mais aussi les entreprises et les ménages, opposent à ses tentatives de contrôle. Plus encore, en cherchant à imposer leur souveraineté, les Banques Centrales risquent toujours de faire porter la contrainte sur les acteurs les plus démunis du marché. Dans la mesure en effet où l'ordre monétaire est traversé par les rapports de force inhérents à toute structure sociale, les institutions que les autorités monétaires cherchent à discipliner peuvent transférer les coûts afférents aux nouvelles contraintes vers les agents qu'elles dominent. Le rationnement du crédit aux ménages opéré par les banques en réponse à la contrainte quantitative imposée par le Fed en 1980 en est une illustration, dans la mesure où ce sevrage monétaire avait aussi pour fonction de préserver les lignes de crédit octroyées par les banques à leurs clients privilégiés. Ce n'est donc pas seulement une limite technique que rencontrent les velléités « interventionnistes » des Banques Centrales, c'est aussi une limite « éthique », puisque l'asymétrie des rapports sociaux condamne la politique monétaire à n'être opérationnelle que dans la mesure même où elle est inéquitable !

« Les restrictions quantitatives du crédit ne peuvent pas plus que d'autres formes de contrainte monétaire éliminer le caractère discriminatoire de cette contrainte. [...] Pour être globalement efficace, la contrainte monétaire est alors d'autant plus efficace qu'elle se concentre sur les secteurs de l'économie qui sont déjà les plus fragiles. »⁷⁷

⁷⁶ : *Ibid.*

⁷⁷ : *Ibid.*, p. 301.

En ce sens, et dans la mesure où les Banques Centrales ne peuvent déroger à leur statut de prêteur en dernier ressort, la politique monétaire est nécessairement, comme le veulent les horizontalistes, « accommodante » par rapport à la demande de crédit formulée par les banques commerciales.

Mais cela n'implique pourtant pas que cette accommodation se limite à un accompagnement passif. Si la monnaie est endogène, elle ne l'est que dans la mesure où cette endogénéité est rapportée à la structure globale de l'ordre monétaire, qui intègre le jeu des interactions entre les autorités monétaires et les acteurs privés. L'ordre monétaire ne se limite pas à l'ordre de la finance, car la finance ne connaît par elle-même ni équilibre ni stabilité : elle ne connaît pas « d'ordre » susceptible de préserver la cohérence du système économique. Refuser la transcendance de la politique monétaire ne revient donc pas à nier la nécessité d'une régulation immanente qui soit partiellement contraignante. Cette régulation est une « une action sur les structures et une gestion par les limites »⁷⁸ : son objectif n'est pas le contrôle d'une donnée supposée homogène et indifférenciée tel qu'un agrégat monétaire, mais la structure d'une demande au sens large, conçue comme « comportement de répartition du patrimoine financier au sein d'une gamme d'actifs stratifiés ». ⁷⁹ Mais cette action ne peut jamais s'opérer par la fixation d'un système de règles rigides et immuables ; comme le veulent les structuralistes, l'action des Banques centrales demeure avant tout déterminée par une fonction de *réaction* par laquelle elles adaptent leurs normes à l'évolution dynamique du système productif et des stratégies bancaires. Elle est gestion par les limites, dans la mesure où elle ne peut pas davantage préserver la stabilité qu'elle ne peut endiguer les crises une fois que le mouvement d'autovalidation s'est déclenché. Le rôle des autorités monétaires est donc un rôle quasi « pédagogique », consistant à mener le système vers de seuils structurels auxquels sont attachés des réactions prévisibles susceptibles d'opérer un renversement des tendances mimétiques.

La politique monétaire des Banques Centrales consiste donc à la fois à opérer cette « gouvernance critique » et à préserver ses conditions de possibilité ; ces conditions sont le respect de la différenciations de types de créances et le maintien de la hiérarchie des monnaies, qui garantissent à la fois la préservation de seuils critiques *et* la possibilité pour les autorités monétaires d'orienter les tensions vers ces seuils.

« L'instabilité de la demande de monnaie d'une part, l'inélasticité de la demande de crédit au taux d'intérêt d'autre part font du contrôle quantitatif de l'offre de crédit le seul véritable moyen pour enrayer une dynamique spéculative des marchés financiers, nourrie par les anticipations d'inflation. Un tel contrôle [...] peut être atteint par la déformation de la structure des taux d'intérêt. Encore faut-il que le système financier soit suffisamment hiérarchisé et stratifié pour transmettre les contraintes suscitées par l'évolution relative des taux. »⁸⁰

Ici encore, cette double tâche contredit l'idée d'une politique strictement « accommodante » des Banques Centrales, non plus dans la validation qu'elles effectuent d'une demande de monnaie, mais dans celle qu'elles opèrent concernant les innovations financières que les banques et les intermédiaires financiers mettent en œuvre pour brouiller la différenciation des agrégats (créances à court terme à faible coûts de transaction), pour immuniser les agents face aux tensions (inflationnistes), et pour se libérer eux-mêmes de la tutelle contraignante des autorités monétaires (certificats de dépôt).

⁷⁸ : *Ibid.*, p. 233.

⁷⁹ : *Ibid.*, p. 235.

⁸⁰ : *Ibid.*, p. 311.

« Si par crainte d'une désintermédiation trop brutale, on laisse se développer des innovations financières qui éliminent les spécialisations des intermédiaires, la plasticité des structures financières efface ces contraintes. [...] L'établissement de règles explicites visant à limiter l'offre de crédit risque de s'avérer indispensable, bien qu'il introduise d'autres rigidités et d'autres sources de discrimination. »⁸¹

Il serait sans doute artificiel de prendre appui sur cette ambivalence du rapport qu'Aglietta entretient avec les théoriciens horizontalistes et structuralistes pour considérer que la théorie de la régulation, telle qu'elle se formule dans l'ouvrage de 1982, constituerait une synthèse possible de ces deux courants. A supposer qu'une telle conciliation soit possible ou souhaitable, certaines des hypothèses théoriques qu'Aglietta fait intervenir, telles que la violence mimétique, restent par trop étrangères au post-keynésianisme pour qu'on puisse identifier la « signification profonde » de la politique monétaire telle qu'il la conçoit au point nodal du dispositif post-keynésien.

En revanche, il convient de noter que les analogies indubitables que fait apparaître la corrélation de ces approches se fondent en premier lieu, non sur des convergences doctrinales touchant des questions spécifiques (telles que l'insensibilité des banques aux taux d'intérêt) ou sur des analyses historiques (concernant notamment l'interprétation des crises monétaires) mais sur des postures théoriques fondamentales. Ce qui explique et justifie d'abord le rapprochement des thèses d'Aglietta de celles défendues par les post-keynésiens, c'est une commune référence aux analyses de Keynes. Toutes soulignent ainsi l'importance du principe de la demande effective (à travers notamment l'étude du rôle des perspectives de profit engagées par l'investissement), la nécessité de raisonner dans les termes d'une économie monétaire de production et le rôle de l'incertitude fondamentale dans les processus décisionnels. Toutes admettent la nécessité d'inscrire les modèles dans un temps historique et dynamique qui récuse à la fois la pertinence de l'équilibre intemporel et l'indifférence au « chemin » parcouru durant les périodes de transition. Par conséquent, toutes rejettent l'idée d'une « neutralité » de la monnaie. En ce sens, on pourrait donc dire que régulationnistes et post-keynésiens souscrivent à cette injonction de Joan Robinson :

« Nous serons certainement d'accord sur le fait qu'il faut repartir là où Keynes s'est arrêté. Qui peut mettre en doute que le futur est incertain, que les décisions d'investir, dans une économie de libre entreprise, sont faites bien plus par les firmes que par les ménages ; que les taux de salaire sont payés en termes monétaires ou que les prix ne se forment pas à partir des marchandages d'un marché de concurrence pure et parfaite ? »⁸²

Cette commune référence à Keynes, qui constitue le point d'ancrage « positif » des hypothèses régulationnistes et post-keynésiennes, fonde ce que l'on peut considérer comme ce point d'ancrage « négatif » que constitue le rejet absolu du monétarisme de Friedman. Car ce rejet s'effectue moins pour des raisons impliquant son efficacité pratique (que toutes soulignent néanmoins) que pour des raisons qui concernent la validité théorique des principes sur lesquels il repose. Pour Aglietta comme pour les post-keynésiens, c'est *parce que* le monétarisme repose sur un quantitativisme erroné que sa mise en œuvre ne peut conduire qu'à un échec. En ce sens, l'analyse de la politique monétaire constitue bien un point nodal, à la fois pour l'approche des théories post-keynésiennes, pour celle des idées régulationnistes et pour l'étude de leurs rapports. Ce que permet en effet l'élucidation théorique des enjeux de la politique monétaire, ce ne sont pas seulement les mécanismes propres de la monnaie : c'est aussi la mise en lumière de l'ensemble des luttes sociales qui la traversent et qu'elle exprime, c'est la violence des rapports sociaux qu'elle médiatise sans la supprimer, et en-dehors de

⁸¹ : *Ibid.*, p. 312

⁸² : J. Robinson, *op. cit.*, p.212.

laquelle la monnaie demeure incompréhensible. Pour les post-keynésiens comme pour Aglietta, « l'inflation est principalement le résultat de conflits distributifs entre classes sociales, entre rentiers, entrepreneurs et travailleurs ». ⁸³ Analyser les fondements de la politique monétaire, c'est s'interroger sur la souveraineté de la monnaie ; interroger cette souveraineté, c'est rendre compte de la violence sociale sur laquelle elle se fonde. Cette fois encore, on peut donc considérer que régulationnistes et post-keynésiens s'accordent sur la tâche que Joan Robinson confie à l'économiste, et sur la critique de l'économie néoclassique que cette tâche implique :

« Le devoir des économistes devrait être de faire tout ce qu'ils peuvent pour montrer au public les aspects économiques de ces problèmes qui nous menacent. Mais leurs modèles théoriques (quelles que soient les réserves et exceptions qu'ils y ajoutent), en représentant le monde capitaliste comme un kibboutz fonctionnant de façon parfaite pour maximiser le bien-être de ses membres, ne leur sont d'aucun secours. » ⁸⁴

⁸³ : M. Lavoie, *op. cit.*, p. 112.

⁸⁴ : J. Robinson., *op. cit.*, p. 214.

Bibliographie indicative

- Abdelkader, S. *Le marché de la monnaie chez les post-keynésiens, Préférence pour la liquidité et / ou monnaie endogène*, Mai 2005
- Aglietta, M. *Régulation et Crises du Capitalisme*, Odile Jacob, 1997.
- Aglietta, M. & Berrebi, L. *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, 2007.
- Aglietta, M. & Orléan, A. *La Violence de la Monnaie*, Puf 1982
- Charles, S. *Macroéconomie hétérodoxe. De Kaldor à Minsky*, L'Harmattan, 2006
- Collectif, *Joan Robinson, Hérésies Economiques*, L'Harmattan, 2001.
- Davidson, P. *Quels sont les éléments essentiels de la théorie monétaire post-keynésienne ?*, in Piegay, P. & Rochon, L.-P. [2003]
- Davidson, P. & Weintraub, S. *Money as Cause and Effect*, Economic Journal, vol. 83, n°332, december 1973
- Descamps, C. & Soichot, J. *Monnaie endogène et réglementation prudentielle*, in P. Piegay & L.-P. Rochon [2003]
- Harcourt, G. (coord.) *L'économie rebelle de Joan Robinson*, L'Harmattan, 2001
- Friedman, M. *Inflation et Systèmes Monétaires*, Calmann-Levy, 1994.
- Kaldor, N. *Le fléau du monétarisme*, Economica, 1985
- Keynes, J. M. *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, petite bibliothèque Payot, 1982
- Keynes, J. M. *A Treatise on Money*, London, MacMillan 1930
- King, J. E. *The Elgar Companion to Postkeynesian Economics*, Edward Elgar, 2003.
- Lavoie, M. *L'économie post-keynésienne*, La Découverte 2004
- Minsky, H. P. *La structure financière, endettement et crédit*, in « Keynes aujourd'hui, Théories et Politiques », Barrère 1985
- Minsky, H. P. *A theory of systemic fragility*, in Altman, E. & Sametz, A. (ed.), *Financial Crises* Wiley, 1977.
- Monvoisin, V. *L'analyse post-keynésienne de la monnaie : débats contemporains autour de l'offre de monnaie*, XVIIèmes journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, Colloque du GdR « Economie Monétaire et Financière », Lisbonne, 7-9 juin 2000
- Moore, B. J. *The endogenous money supply*, Journal of Post Keynesian Economics, vol 10. N°3, printemps 1988
- Moore, B. J. *Some reflexions on endogenous money*, in L. P. Rochon & M. Vernengo (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2001
- Moore, B. J. *L'endogénéité de l'offre de monnaie*, in P. Piegay & L.-P. Rochon [2003]
- Palley, Th. *Beyond Endogenous Money : Toward Endogenous Finance*, in T. Nell & G. Deleplace, *Money in motion. The post keynesians and the circulation approaches*, MacMillan / St Martin's Press, Basingstoke, New York 1996
- Th. Palley, *Monnaie endogène : signification et portée*, in P. Piégay & L.-P. Rochon [2003]
- Piégay, P. et Rochon, L.-P. *Théories Monétaires post-keynésiennes*, Economica, 2003
- Robinson, J. *Hérésies économiques* ; chap. V : « Modèles non monétaires », chap. VI : « Les prix et la monnaie » ; *Basic Books*, 1971 ; traduction française par G. Grellet, Calmann-Lévy 1972