
Éléments institutionnalistes pour la mise en perspective historique du concept de monnaie endogène

Institutionalist elements for a historical perspective on the concept of endogenous money

Elementos institucionalistas para la puesta en perspectiva histórica del concepto de moneda endógena

Thibault Laurentjoye et Léo Malherbe

Cet article doit beaucoup aux remarques de deux rapporteurs anonymes et aux échanges stimulants entretenus avec Adriano Do Vale depuis 2015. Nous remercions aussi Marc Lavoie, Louis-Philippe Rochon, Victoria Chick, Jacques Sapir, Michel Ruben, Virginie Monvoisin et Matthieu Montalban qui ont, chacun à leur façon, permis ou contribué à l'élaboration de ce papier. Les auteurs restent néanmoins responsables des erreurs qui pourraient subsister.

Introduction : que faut-il entendre par « monnaie endogène » ?

- ¹ Dans son acception la plus générale, le terme « endogène » qualifie ce « qui est produit par la structure elle-même, en dehors de tout apport extérieur¹ ». Appliqué à la monnaie, ce principe correspond à l'idée que la quantité de monnaie en circulation n'est pas déterminée « en dehors » du système productif : elle évolue en fonction d'autres paramètres économiques. Si la notion d'endogénéité de la monnaie se retrouve déjà à des degrés divers chez Hume, Tooke, Thornton ou Aftalion (Niggle, 1991), l'utilisation explicite du concept de monnaie endogène est principalement le fait du courant post-keynésien. C'est dans l'article « The new Monetarism » publié en 1970 que Nicholas Kaldor utilise pour la première fois ce terme, pour contrer l'assertion monétariste d'après laquelle la monnaie aurait intrinsèquement un rôle causal sur le revenu et les prix, dans un contexte d'interprétation des données statistiques. La
-

définition la plus couramment usitée chez les post-keynésiens est issue de Moore (1988, p. 108-109), d'après qui la monnaie est endogène lorsqu'elle est « demand-determined and credit-driven ».

- 2 En dépit de cette apparente simplicité, des divergences sont apparues dans la définition et la compréhension de la nature du concept comme en atteste la succession de controverses sur le sujet. En se basant sur les réflexions issues de Wray (1992, 2006) et Niggler (2017), il est possible de quadriller le champ des définitions selon deux axes pivots, tenant respectivement au sens du terme endogénéité et au contexte méthodologique dans lequel il est employé. Ces différentes options définitionnelles ne doivent pas donner l'impression de s'exclure mutuellement – au contraire, elles peuvent s'avérer complémentaires. Le premier axe concerne la nature même du phénomène : l'endogénéité réfère-t-elle à la direction de la causalité entre la quantité de monnaie et d'autres variables telles que les revenus ou le niveau des prix, ou réfère-t-elle à la capacité opérationnelle de la banque centrale à « contrôler » ou au contraire à « laisser faire » l'évolution de l'offre de monnaie, ou bien encore aux deux aspects à la fois ? Le second axe correspond au contexte dans lequel l'endogénéité est évoquée : cherche-t-on à procéder à une analyse descriptive de la réalité (actuelle ou historique) ? Cherche-t-on à fournir une estimation économétrique basée sur des données quantitatives empiriques, ou bien se situe-t-on dans un cadre de modélisation théorique cherchant à émuler des faits saillants de la réalité ?
 - 3 On peut observer un glissement progressif du point focal depuis l'aspect de causalité, central chez Kaldor, vers celui du contrôle de la quantité de monnaie dans la controverse entre structuralistes et horizontalistes. Ces débats s'inscrivent dans une démarche méthodologique visant à proposer une description réaliste du fonctionnement des systèmes monétaires modernes. La controverse qui nous occupera plus spécifiquement dans la suite de cet article oppose quant à elle les tenants de l'endogénéité dite « évolutionnaire » aux tenants de l'endogénéité dite « révolutionnaire ». Exposée sommairement, cette controverse porte sur le fait de savoir si la monnaie a *toujours* été endogène ou si la monnaie est *devenue* endogène. Dans un deuxième temps, cette controverse, caractérisée par une volonté de monter en généralité, opère un déplacement sur le terrain historique ; il s'agit désormais d'offrir une description des systèmes monétaires aussi bien anciens que modernes. Dans cet article, nous proposons de mobiliser l'institutionnalisme monétaire afin d'éclairer ce débat complexe.
 - 4 Pour ce faire, nous présentons dans une première section l'apparition progressive de la théorie contemporaine de la monnaie endogène, au fil des controverses sur l'offre de monnaie qui ont animé le courant post-keynésien. Or il nous semble que pour répondre à la question de savoir si, au cours de l'Histoire, la quantité de monnaie s'est toujours ajustée de manière endogène aux variations de la demande l'endogénéité de la monnaie doit être envisagée selon deux échelles croisées d'analyse. Une première échelle distinguant le temps court, celui des ajustements macroéconomiques, du temps long, celui du changement institutionnel. Puis, pour chacune de ces temporalités, nous distinguons ensuite l'analyse de l'endogénéité à l'échelle des instruments monétaires de l'analyse de l'endogénéité à l'échelle du système monétaire. Dans cet esprit, la troisième section traite, à l'aune d'illustrations tirées de l'Histoire monétaire européenne, des modalités d'ajustement de l'offre de monnaie dans le temps court, au travers d'une distinction entre endogénéité d'instrument et endogénéité de système. Le
-

changement institutionnel est traité dans la quatrième section. En prenant l'exemple de l'essor progressif des monnaies de crédit en Europe, nous montrons comment l'évolution des pratiques monétaires peut restructurer le système monétaire, par une modification du poids relatif des instruments qui le constituent. La cinquième section tire les implications d'une telle démarche pour la mise en perspective historique de la théorie post-keynésienne de la monnaie endogène. La dernière section conclue que le fait de resituer la controverse entre endogénéité évolutionnaire et révolutionnaire dans un cadre institutionnaliste permet de faire ressortir les aspects complémentaires de ces deux approches, en apparence opposées.

1. L'apparition de la théorie contemporaine de la monnaie endogène au travers de controverses structurantes

- 5 Nous distinguerons trois temps dans l'émergence de la théorie contemporaine de la monnaie endogène. Celle-ci se présente tout d'abord comme une théorie de l'offre de monnaie venant compléter le dispositif keynésien dans un rapport ambivalent d'acceptation et de critique (2.1.). Dans un second temps, la controverse opposant les structuralistes aux horizontalistes, au travers d'une analyse des interactions entre banques et banque centrale, s'attache à préciser les mécanismes modernes de la création monétaire (2.2.). Enfin, la controverse entre endogénéité évolutionnaire et endogénéité révolutionnaire a vocation à mettre en perspective historique l'endogénéité de la monnaie, initialement centrée sur la description de mécanismes monétaires modernes (2.3.).

1.1. Économie monétaire de production et monnaie endogène

- 6 Keynes publie sa *Théorie générale* en 1936, moment clé de l'histoire de la pensée économique du XX^e siècle. Économiste de formation classique marshallienne, il y pose les bases d'une théorie économique alternative, aboutissement d'un cheminement intellectuel entamé en 1924². Se détachant du courant classique, Keynes cherche à proposer une analyse intégrant les variables monétaires nominales. Il sort ainsi de la dichotomie habituelle entre sphères réelle et monétaire. Ce cadre novateur est appelé *économie monétaire de production* et apparaît plus à même de rendre compte du capitalisme financier moderne que le cadre de l'économie d'échange réel utilisé par les économistes classiques (assimilable à une économie de troc). L'adhésion des post-keynésiens au cadre d'analyse proposé par Keynes n'est cependant pas totale, certaines des hypothèses utilisées par l'économiste britannique en 1936 sont jugées problématiques, notamment l'hypothèse d'une offre de monnaie stable et déterminée par la banque centrale de manière exogène³. Cette hypothèse est jugée incompatible avec le bon fonctionnement d'une économie monétaire de production. Ce paradoxe nécessite donc un amendement du dispositif analytique keynésien. Ce sera l'effort poursuivi par les post-keynésiens. À partir d'un double mouvement, à la fois d'acceptation et de critique, ainsi que d'une discussion animée autour du *finance motive* évoqué par Keynes dans ses articles postérieurs à la *Théorie Générale*⁴, les auteurs post-keynésiens vont développer une théorie où l'offre de monnaie est endogène.
-

- 7 Dans un esprit proche de celui des théoriciens du circuit monétaire, les post-keynésiens ont été amenés à considérer que la monnaie entrait dans le circuit économique par le financement des entrepreneurs (Lavoie, 1984), lequel est réalisé par les banques commerciales et non par la banque centrale. L'offre de monnaie est dès lors endogène, c'est-à-dire selon la formule de Moore (1988) « demand-determined and credit-driven ». Ainsi, le motif de finance met l'accent sur la création monétaire et articule celle-ci avec la mise en œuvre de la production, via la demande effective, dans une perspective macroéconomique. La dynamique du crédit est donc un élément central pour comprendre et illustrer l'endogénéité de la monnaie. Cependant, comme le souligne Lavoie (2001), l'endogénéité de la monnaie ne peut être pleinement comprise que dans un contexte où les interactions entre stocks et flux sont pleinement prises en compte, ce qui implique d'intégrer à l'analyse de la dynamique monétaire non seulement la dynamique du crédit mais aussi les arbitrages en matière d'allocation de portefeuille.
- 8 Les relations entre crédit et monnaie sont bien connues. Lorsque les banques octroient des prêts à leurs clients, elles créditent le compte de ces derniers en contrepartie. À l'inverse, le remboursement d'un crédit consiste en une réduction du solde présent sur le compte, en contrepartie d'une réduction de l'encours de dette. Si l'on met de côté les problèmes de défaut de remboursement et les annulations de dette qui peuvent s'imposer, le volume total de crédit croît tant que les nouveaux octrois bruts de crédit dépassent les remboursements. Les relations entre répartition de portefeuille et monnaie sont moins fréquemment évoquées. Dans le système financier moderne, les banques commerciales sont des acteurs producteurs de liquidité à travers l'octroi de crédit ou l'achat de titres (Le Héron, 2002, p. 105 ; Courbis *et al.*, 1990, p. 27). Ceci se vérifie en particulier sur les marchés monétaires où se négocient les titres de dette à maturités courtes. La banque centrale fixe les taux d'intérêt directeurs, qui peuvent alors être considérés comme exogènes, et la défense de ces taux d'intérêt implique le fait pour la banque centrale de se porter acquéreuse ou vendeuse de titres autant que nécessaire⁵ :
- How is it that the central bank is able to sustain a fixed rate of interest, whatever the demand for bonds of the public, and whatever the fluctuations in the government deficit? The answer [... is that] the central bank clears the market at the price of its choice, by providing an endogenous demand for bonds. (Lavoie, 2001, p. 5)*
- 9 Une variation de la demande de monnaie par les agents économiques peut également conduire les banques commerciales à acheter ou vendre des titres. Les conséquences sont similaires à celles liées au crédit : l'achat d'actifs par les banques a pour conséquence une hausse de la quantité de monnaie comme dans le cas d'un octroi de crédit, tandis que la vente d'actifs à des agents non bancaires fait diminuer la quantité de monnaie en circulation comme dans le cas d'un remboursement de crédit. Ces deux phénomènes peuvent jouer en sens inverse.
- 10 D'une manière générale et relativement consensuelle, la théorie de la monnaie endogène peut se résumer comme suit : la demande anticipée et la préférence pour la liquidité influent sur la demande de monnaie, laquelle détermine l'offre de monnaie qui est fournie par les banques commerciales. Ainsi, l'augmentation du stock de monnaie prend sa source dans les anticipations des agents économiques et n'est donc pas déterminée « en dehors » de la structure productive. À ce stade du développement, la monnaie endogène se définit principalement dans un rapport de causalité, conformément à la perspective initiale de Kaldor (1970). L'endogénéité de la monnaie,
-

pièce manquante de l'économie monétaire de production de Keynes, est alors mobilisée par les post-keynésiens avec la volonté de proposer une analyse descriptive de la réalité observée. La controverse entre horizontalistes et structuralistes aura vocation à préciser cette description mais aura pour effet de déplacer les discussions du terrain de la causalité vers celui du contrôle de l'offre de monnaie.

1.2. Les discussions autour de la controverse entre horizontalistes et structuralistes

- 11 Dans l'optique de la monnaie endogène, le moteur principal de la création monétaire est donc le financement de l'économie par le canal du crédit bancaire. L'activité de crédit des banques dans le cadre d'un système hiérarchisé fait entrer en scène la banque centrale, et selon le rôle qui lui est attribué, la pièce que l'on nous donne à voir n'est pas la même. Les banques commerciales ont besoin de monnaie centrale pour pouvoir satisfaire aux exigences légales en matière de réserves obligatoires, aux demandes de retraits de leurs clients (billets), ainsi que pour permettre de solder les opérations interbancaires. Or, la banque centrale est la seule institution capable de fournir cette liquidité d'ordre supérieur. Cependant, il convient de souligner que ce besoin de monnaie centrale est, du point de vue chronologique, une conséquence de l'activité de crédit des banques et non un prérequis :

Banks first decide how much to lend depending on the profitable lending opportunities available to them [...]. It is these lending decisions that determine how many bank deposits are created by the banking system. The amount of bank deposits in turn influences how much central money banks want to hold in reserve. (Mc Leay et al., 2014, p. 15)

- 12 L'action de la banque centrale est donc double : elle fixe *ex ante* et de manière exogène les taux d'intérêt directeurs et elle répond *ex post* et de manière endogène aux demandes de refinancement des banques commerciales. Dans cette optique, la banque centrale semble pouvoir jouer sur le « prix » de l'activité de crédit des banques mais doit accepter les quantités de monnaie créées. D'où le rejet de la théorie du multiplicateur monétaire, à laquelle les post-keynésiens substituent traditionnellement la théorie dite du diviseur de crédit :

Dans l'optique du multiplicateur, les banques calculent le montant de crédit à partir du montant de refinancement qu'elles savent pouvoir obtenir de la banque centrale. Dans l'optique du diviseur, au contraire, elles calculent le montant de refinancement à solliciter auprès de la banque centrale à partir du montant de crédits qu'elles ont décidé, au préalable, de distribuer à l'économie. (Poulon, 2015, p. 181)

- 13 Se pose alors en filigrane la question de la marge de manœuvre discrétionnaire de la banque centrale, c'est-à-dire de son contrôle éventuel sur la variation de la quantité de monnaie⁶. Nous entrons par ce biais au cœur de la controverse entre les post-keynésiens d'obédiences structuraliste et horizontaliste. Ces deux tendances s'appuient sur une conceptualisation pour laquelle la monnaie est *pleinement* endogène dès lors que l'offre de monnaie bancaire n'est pas contrainte par l'action de la banque centrale. En ce sens, nous insisterons par la suite sur le fait que ces deux courants lient et limitent leur définition de l'endogénéité de la monnaie aux pratiques bancaires modernes.
- 14 Pour les auteurs structuralistes (Chick, Davidson, Minsky...) la banque centrale dispose d'un pouvoir d'action sur la masse monétaire, au sens où elle peut refuser de refinancer

les banques – et donc restreindre les conditions d’octroi de crédit. En reconnaissant à la banque centrale la capacité de contrôler, dans une certaine mesure, l’évolution de la masse monétaire par une action sur la liquidité bancaire – et non sur le taux d’intérêt –, les structuralistes sont portés à considérer la monnaie comme ambivalente, c’est-à-dire à la fois endogène et exogène. D’après Davidson (1988) par exemple, la création monétaire par le crédit bancaire est endogène tandis que la création de monnaie centrale est exogène. Ce caractère exogène de la monnaie centrale renvoie, dans l’argumentaire structuraliste, au pouvoir discrétionnaire de la banque centrale : selon le répertoire d’action utilisé par la banque centrale, les structuralistes déterminent dans quelle mesure la monnaie peut être considérée ou non comme endogène⁷. En effet, si la banque centrale fait peser une contrainte sur la fourniture de réserves aux banques commerciales, la courbe d’offre de monnaie centrale peut prendre une pente positive : elle n’est pas horizontale⁸.

- 15 Les auteurs horizontalistes se placent précisément dans la même démarche bien qu’ils n’aboutissent pas aux mêmes conclusions. Les horizontalistes (Kaldor, Moore, Lavoie...) insistent sur le rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales et sur leur caractère accommodant en ce qui concerne le refinancement des banques commerciales. En opposition totale avec la théorie orthodoxe d’alors, selon laquelle la banque centrale peut contrôler les agrégats monétaires, les horizontalistes considèrent que cette dernière ne fait que suivre et s’adapter passivement à l’évolution de l’offre de crédit des banques commerciales étant donné l’impérieuse nécessité de garantir la liquidité du système. C’est pourquoi, dans la perspective horizontaliste, la création de monnaie centrale est elle aussi endogène, la seule variable exogène étant le taux d’intérêt directeur. Les deux courbes (offre de crédit et offre de monnaie centrale) sont horizontales : « La théorie de la monnaie endogène s’interprète à deux niveaux : celui des banques commerciales [...] et celui des banques centrales. À chacun de ces deux niveaux on peut dire que l’offre s’adapte à la demande, au prix fixé. » (Lavoie, 1985, p. 171-172).
- 16 Dans le cadre de la controverse entre horizontalistes et structuralistes, la condition d’existence d’une monnaie *pleinement* endogène est donc celle d’un arrangement institutionnel dans lequel la dynamique monétaire suit la dynamique du crédit bancaire, en ajustant l’offre à la demande solvable, sans contrainte pesant ou émanant de la banque centrale⁹. Si la théorie de la monnaie endogène telle qu’elle a été développée par les post-keynésiens semble offrir une représentation pertinente du fonctionnement des systèmes monétaires hiérarchisés modernes, son extension à d’autres époques et/ou à d’autres aires géographiques peut faire l’objet de discussions. C’est pourquoi nous allons à présent nous intéresser à une seconde grande controverse. Celle-ci se caractérise par une volonté de monter en généralité et par un déplacement de la controverse sur le terrain historique.

1.3. La controverse entre endogénéité évolutionnaire et endogénéité révolutionnaire

- 17 Nous avons vu comment la théorie de la monnaie endogène avait émergé sous l’impulsion de Kaldor (1970), puis avait opposé les post-keynésiens horizontalistes et structuralistes. La controverse évolutionnaire/révolutionnaire prend racine dans la réponse proposée en 2013 par Rochon et Rossi à l’article publié en 1986 par Chick, soit

27 ans plus tôt. Cette réactivation des débats sur la monnaie endogène procède d'un nouveau déplacement du cœur de la controverse, sur le terrain historique cette fois. S'il serait excessif d'affirmer que les lignes de fractures du courant post-keynésien, observées dans le cadre de la controverse évolutionnaire/révolutionnaire, sont identiques à celles observées dans le cadre de la controverse horizontalistes/structuralistes, il est en revanche possible de signaler une certaine continuité : d'une manière générale on peut classer bon nombre d'auteurs de la tendance structuraliste parmi les tenants de l'endogénéité évolutionnaire (Chick ou Minsky par exemple), tandis que la plupart des horizontalistes peuvent être rattachés à la vision révolutionnaire de l'endogénéité (Rochon ou Lavoie par exemple). Une exception notable est celle de Moore (2001, p. 20) qui, bien que figure emblématique de l'horizontalisme, penche pour l'approche évolutionnaire : « *[w]hen money was a commodity, such as gold, with an inelastic supply, the total quantity of money in existence could realistically be viewed as exogenous* ». Il s'agira ici de présenter succinctement les deux thèses en présence.

- 18 La thèse centrale de Victoria Chick (1986), qui défend une vision évolutionnaire, est que l'endogénéité de la monnaie est apparue au fur et à mesure du développement des institutions bancaires. L'analyse de Chick se concentre sur les évolutions du système bancaire anglais et sur les innovations financières, à travers l'identification de plusieurs stades menant au système hiérarchisé que nous connaissons aujourd'hui. Ce n'est qu'au terme de cette évolution historique que la monnaie devient endogène. Selon Chick, au « commencement », les banques sont « néoclassiques » en ce qu'elles ne sont que de purs intermédiaires financiers entre les épargnants et les investisseurs. L'offre de crédit est donc limitée par la capacité des banques à capter l'épargne : le principe de la rareté s'applique et les dépôts font les crédits. Dans un second temps, le modèle du multiplicateur s'applique : dans le cadre d'un taux de réserve obligatoire fixé par les autorités, les banques auraient ainsi pu prêter au-delà de l'épargne collectée. La contrainte que constituaient les réserves préalables ne fut levée que lorsque la banque centrale accepta de jouer un rôle stabilisateur sur le système bancaire en fournissant aux banques les liquidités nécessaires sur demande (accommodation)¹⁰. C'est dans cette optique que Minsky (1991, p. 208) affirme : « there are periods in history and economic conditions where the money supply was mainly endogenous and other periods and conditions where the money supply was largely exogenous. »
- 19 L'approche évolutionnaire limite l'endogénéité de la monnaie aux pratiques bancaires modernes – qui constituent aussi le terrain de l'affrontement entre horizontalistes et structuralistes. Identifiant la monnaie endogène au système monétaire hiérarchisé, l'approche évolutionnaire propose de mettre en évidence les évolutions historiques qui ont permis d'aboutir à cette donne institutionnelle, dans laquelle la monnaie est pleinement endogène au sens où l'offre de monnaie s'ajuste à la demande. Ainsi, le cœur de la définition de la monnaie endogène pour l'approche évolutionnaire est une définition causale adossée à l'observation des pratiques bancaires modernes (la demande de crédit détermine l'offre de monnaie), tandis que la perspective institutionnelle est mobilisée pour expliquer les évolutions qui, sur le long terme, auraient permis à cette causalité d'être vérifiée.
- 20 La thèse centrale de Rochon et Rossi (2013), qui défendent une vision révolutionnaire¹¹, est que la monnaie n'est pas devenue endogène comme le soutient Chick. Au contraire, d'après ces auteurs, la monnaie serait endogène par nature. Ils résument cette idée

autour de la formule suivante (paradoxalement inspirée de Friedman) : « la monnaie est toujours et partout un phénomène endogène » (*Ibid.*, p. 210). Selon eux, la création monétaire est donc endogène quel que soit le contexte historique et, par extension, quel que soit l'arrangement institutionnel étudié (*Ibid.*, p. 212). L'approche révolutionnaire sort d'une approche linéaire et cumulative du développement des institutions monétaires. Ce n'est pas du développement progressif des pratiques bancaires modernes que provient le caractère endogène de la monnaie. Dans cette approche, le caractère endogène de la monnaie est ontologique. L'approche révolutionnaire se fonde en fait plutôt sur une définition transcendante de l'endogénéité et peut apparaître comme un horizontalisme radical : non seulement la courbe d'offre de monnaie est horizontale, mais elle l'a partout et toujours été. La causalité fondamentale qui, dans l'esprit de ces auteurs, transcenderait les différents contextes institutionnels est celle qui va des « besoins du marché » vers l'offre de nouveaux moyens de paiement : « *Money has always been responding to the needs of markets for a means of final payment, and has therefore always been endogenous. If so, the endogeneity of money is not a recent phenomenon.* » (*Ibid.*, p. 216)

- 21 L'invariance historique de l'endogénéité de la monnaie est exprimée par référence à la « loi de la dette », formule que l'on trouve chez Innes (1913, p. 392), qui considère que : « credit and credit alone is money ». On trouve une formulation plus récente de cette « loi » chez Lavoie (1996, p. 533) : « [A]ccommodation or the lack of it, liability management or the lack of it, and financial innovations or the lack of it are second-order phenomena compared to the crucial story that goes from debt creation to the supply of means of payment. »
- 22 Pour ces auteurs, la monnaie émerge en vue de satisfaire les « besoins du marché » et cette émergence se fait au travers de la contraction de dettes ayant vocation à permettre la mise en œuvre de la production. Encore qu'une confusion sur le terme « crédit » est possible. Innes (1914, p. 152) considère qu'un achat est l'échange d'un bien en contrepartie d'un « crédit ». C'est en ce sens une théorie du crédit dans l'échange, un crédit dans une optique de consommation visant à écouler une production donnée. Les post-keynésiens insistent quant à eux sur le fait que la production dudit bien nécessite un financement sous la forme d'un crédit. L'approche révolutionnaire, en cela descendante des théories du circuit, repose sur un « lien fonctionnel entre production, monnaie et revenu » (Rochon & Rossi, 2013, p. 213) : le crédit initie la production, permet la distribution de revenus monétaires et enfin l'échange. Il s'agit donc d'une théorie du crédit dans la production, un crédit dans une optique entrepreneuriale visant à réaliser un niveau de production donné et non uniquement à l'écouler. L'approche révolutionnaire se propose, en définitive, de faire du motif de finance keynésien un invariant historique¹². Ainsi, l'intuition théorique semble être de chercher à transposer à toutes les époques la causalité qui fait de l'offre de monnaie une variable déterminée par la demande de crédit : « Even [a] primitive form of money is credit-driven and demand-determined » (*Ibid.*, p. 224).
- 23 En dernière analyse, le cœur de la controverse renvoie au champ de validité historique auquel s'applique la théorie post-keynésienne de la monnaie endogène (demand-determined and credit-driven) en tant que description du fonctionnement des systèmes monétaires : un champ de validité à caractère restreint pour la vision évolutionnaire contre un champ de validité à caractère général pour la vision révolutionnaire. En d'autres termes, la controverse peut se résumer par la question suivante : la quantité de

monnaie s'est-elle toujours ajustée aux variations de la demande de monnaie au cours de l'Histoire (vision révolutionnaire)? Ou bien est-ce que qu'une « contrainte monétaire » a durablement pesé sur les économies jusqu'à l'avènement des pratiques bancaires modernes (vision évolutionnaire) ?

2. Endogénéité d'instrument et endogénéité de système : l'ajustement de l'offre de monnaie dans le temps court

- 24 La monnaie frappée, apparue au VII^e siècle avant notre ère en Lydie, est traditionnellement perçue comme le résultat d'un processus d'objectivation et de standardisation de la monnaie. Les systèmes monétaires métalliques sont basés sur l'idée que les pièces ont la valeur de leur contenu en métal. Cependant l'ère de la monnaie métallique est loin d'être homogène. Des systèmes monétaires métalliques ont pris place dans différents pays et ont connu des évolutions spécifiques sur une longue période de temps. L'étalon bimétallique or-argent, sous ses différentes déclinaisons spécifiques, a été utilisé entre le III^e siècle avant J. -C. et le XIX^e siècle de notre ère, tandis que l'étalon de change-or (dans lequel le dollar est indexé sur l'or et les autres monnaies indexées au dollar) ne sera abandonné que dans la seconde moitié du XX^e siècle. Une rupture est à signaler au début du XVI^e siècle. Avec la découverte du Nouveau Monde et l'intensification du trafic maritime, l'Europe a bénéficié d'un afflux de métaux précieux ; cet afflux a intensifié la circulation métallique, aussi bien en termes absolus que relativement aux autres instruments monétaires¹³, et permis un accroissement de la quantité de monnaie. La monnaie métallique s'est ainsi imposée sur le long terme comme instrument central de nombreux systèmes monétaires, particulièrement européens, notamment en raison du fait que le recours aux métaux précieux permettait de donner une cohérence d'ensemble aux systèmes monétaires européens de par leur interconnexion.
- 25 Malgré l'intensification sur plusieurs siècles de la circulation métallique, il semble que les systèmes centrés sur des supports physiques aient été source de rigidités à la hausse de la quantité de monnaie et donc d'une sous-offre chronique de monnaie, dans un contexte d'accélération de la croissance économique (et démographique) en Europe (Jacoud & Tiran, 2014). Notre démarche visera ici, en se focalisant sur ces systèmes monétaires, à expliciter l'ajustement dans le temps court de l'offre de monnaie dans ces systèmes malgré leur apparente rigidité. D'une part, les propriétés internes des monnaies métalliques ne sont pas figées ; les pièces sont des supports monétaires physiques mais modulables dans le temps. Chaque instrument monétaire possède des propriétés internes d'ajustement de l'offre à la demande (3.1). D'autre part, bien que centrales, les pièces métalliques n'étaient pas l'unique instrument monétaire. En ce sens, d'autres instruments monétaires existants, bien que secondaires du point de vue de la circulation, ont pu se substituer aux pièces métalliques en cas de rigidité d'ajustement de ces dernières (3.2).

2.1. L'endogénéité d'instrument : l'exemple des pièces métalliques

- 26 Un système monétaire fondé sur des espèces métalliques peut connaître des problématiques d'ajustement de l'offre à la demande dans la mesure où les métaux sont
-

une ressource physiquement limitée. Bien que les économies européennes aient connu un afflux de métaux précieux entre le XVI^e et le XVIII^e siècle, celles-ci souffrent semble-t-il d'un « manque chronique de monnaie du fait d'un système à support physique » (Jacoud & Tiran, 2014, p. 66-67). La question qui nous intéresse ici, à savoir comment l'offre de monnaie métallique peut s'ajuster à la hausse dans une temporalité courte, s'est donc posée continuellement dans les économies européennes. L'endogénéité d'instrument renvoie ici aux modalités spécifiques d'ajustement de l'offre de pièces métalliques.

- 27 En l'absence d'un ajustement automatique, les États européens peuvent recourir périodiquement aux manipulations monétaires. Il s'agit essentiellement de diminuer la quantité de métal précieux pour une valeur faciale des pièces inchangée. Ainsi, la dévaluation interne permet de faire croître la masse monétaire nominale pour une quantité constante de métaux précieux, et ainsi d'endogénéiser partiellement et périodiquement l'offre de monnaie¹⁴, une pratique « arbitraire par excellence » (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 349). Les manipulations monétaires menées par les États font apparaître ce qu'Andreau *et al.* (2007) appellent la « fiduciaire des monnaies métalliques » pour désigner ce décalage entre valeur intrinsèque et valeur libératoire. L'écart entre le « prix » du métal et son « pouvoir monétaire » s'explique par la construction progressive de la confiance (*fiducia*) en des autorités collectives telles que les États garantissant la valeur des monnaies métalliques et leur acceptation (cours légal).
- 28 Ces dévaluations internes ont lieu dans un contexte de systèmes monétaires européens interconnectés à travers les cours de marché des métaux. Lorsque des monnaies dévaluées (prenons le cas le plus fréquent, celui des monnaies d'argent) inondent les marchés voisins, cet afflux massif a deux effets. D'une part, il provoque une hausse du prix de l'or. D'autre part, il fait disparaître de la circulation les monnaies d'argent qui sont de meilleur aloi (*i.e.* qui ont un ratio valeur intrinsèque sur valeur faciale plus élevé). Ce second effet, qui est le plus connu, est associé à l'expression « la mauvaise monnaie chasse la bonne » et s'explique par le fait qu'à valeur faciale égale, toutes les monnaies n'ont pas le même contenu en argent. Les spéculateurs exportent alors cette monnaie pour la refondre dans un pays où le même contenu en argent donne accès à un pouvoir d'achat plus important sous forme de pièces (Van Werweke, 1934), on parle alors d'« agiotage ». Cette interconnexion monétaire est donc un facteur limitant les possibilités d'ajustement par dévaluation interne.
- 29 De plus, le commerce international peut avoir une influence considérable sur la quantité de monnaie qui circule dans un pays. Le paiement des exportations peut être exigible en métaux précieux, donc un pays très déficitaire peut voir sa quantité de monnaie décliner fortement, tandis qu'un pays excédentaire verra la sienne augmenter. Ce type d'endogénéité est déjà présent chez David Hume (Palley, 2002 ; Paganelli, 2006). Il y a donc un enjeu important à surveiller la balance des paiements et à limiter les sorties de métaux. Pour les pays européens, les fuites par les importations, en plus d'être un vecteur d'instabilité, génèrent une sous-offre de monnaie : « Cette pénurie tient tout d'abord au fait qu'une partie du métal que reçoit l'Europe sert à payer des importations d'épices et de produits de luxe en provenance d'Orient, ces importations n'étant pas compensées par des flux commerciaux en sens inverse. » (Jacoud & Tiran, 2014, p. 85).
-

- 30 Bien que possédant des propriétés d'ajustement interne, donc une forme d'endogénéité d'instrument partielle, les monnaies métalliques ne permettent pas, à elles seules, de sortir rapidement d'une situation de sous offre de monnaie. Ce sont alors d'autres instruments monétaires qui vont permettre de satisfaire, au moins partiellement, l'excès de demande relativement à l'offre.

2.2. L'endogénéité de système : complémentarité et substituabilité des instruments monétaires

- 31 Chaque système monétaire est caractérisé par une diversité des instruments monétaires qui le composent. Cette « pluralité des modes de transferts de biens » (Servet *et al.*, 2016 [2008] , p. 204) s'inscrit néanmoins « dans une logique socialisée de compte et de paiement des dettes » (Blanc, 2000, p. 52). Pour le dire dans les termes de Théret (2007, p. 42), il s'agit de distinguer l'état « incorporé » de la monnaie, qui renvoie à la logique socialisée du compte, et l'état « objectivé », qui renvoie aux différents instruments utilisés dans le paiement. Ainsi, « la monnaie fait système, en ce sens qu'elle disperse ses qualités génériques, résumées par ses fonctions, dans toute une série d'instruments sur lesquels portent les pratiques monétaires » (Blanc, 2000, p. 43). C'est en ce sens que les auteurs institutionnalistes considèrent la monnaie comme une « réalité fragmentée » (Courbis *et al.*, 1990, p. 14).
- 32 Dans cette perspective, « la » monnaie se laisse entrevoir dans la dualité entre unité et diversité, qui correspond ici à une dualité entre *le* système monétaire et *les* instruments monétaires qui y circulent. Ceux-ci peuvent s'avérer substituables et complémentaires, permettant de faire apparaître une endogénéité non plus d'instrument mais de système. D'une manière générale, pour que le concept d'endogénéité de la monnaie prenne un sens macroéconomique, il convient de pouvoir mettre en œuvre le concept de « masse monétaire » d'une manière cohérente. Pour ce faire, il est nécessaire de définir la masse monétaire comme agrégat, au sens profond du terme : la masse monétaire est, à un moment donné du temps, la somme de la quantité de chaque instrument en circulation dans un espace monétaire donné, en général un pays. En ce sens, il y a de nombreuses sources de création monétaire qui peuvent se compléter entre elles. C'est ainsi que malgré la rigidité de l'instrument central du système monétaire que sont ici les pièces métalliques, des instruments complémentaires peuvent être mis en circulation. En paraphrasant Andreau *et al.* (2007, p. 302), les pièces constituent l'élément de base mais « n'apparaissent jamais comme des éléments isolés ».
- 33 Ces instruments complémentaires aux espèces métalliques ont pu prendre la forme d'effets de commerce par exemple. Si ces techniques financières ont émergé relativement tôt et ont longuement cohabité avec les monnaies métalliques, elles sont, dans un premier temps, davantage des outils de crédit permettant de réaliser les échanges à un moment donné et de reporter le paiement à une date ultérieure, que des instruments monétaires à proprement parler. Par exemple, la circulation des effets de commerce nécessite initialement la présence des différentes parties chez un notaire, ce qui rend leur circulation difficile à mettre en œuvre en dehors de réseaux de marchands initiés à ces pratiques. D'autre part, ces effets sont des créances assorties d'une date à laquelle un paiement au porteur aura lieu. Le développement de ces créances, à leur stade embryonnaire entre le XIII^e et le XVII^e siècle, n'a pas encore de

conséquence immédiate sur le mode monétaire dominant en Europe, et ne leur permet pas de constituer en soi une forme de monnaie utilisable pour régler les transactions courantes : « On voit que si le papier a très vite permis la multiplication des créances, ces créances sur papier ont peu circulé et n'ont pas été monnaie. » (Servet *et al.*, 1991, p. 326)

- 34 Dans un esprit similaire, des formes de crédit bilatéral peuvent émerger, à une échelle microéconomique, si les demandeurs (disons le boulanger et le brasseur) ne sont pas en mesure de payer le producteur (disons le boucher) sur la base d'encaisses monétaires déjà existantes ou sur la base de la marchandise qu'ils produisent. Se pose néanmoins la question de savoir si ce crédit peut être appelé « monnaie », comme le suggère la « loi de la dette » d'Innes. En effet, si le boucher fait confiance au boulanger, il acceptera de faire crédit à ce dernier. Autrement dit, il acceptera dans l'échange, en lieu et place d'un paiement monétaire, une reconnaissance de dette du boulanger en vue d'un paiement ultérieur. Ceci correspond à la détention d'un actif dont les propriétés diffèrent de la monnaie, liquidité par excellence¹⁵. Supposons maintenant que le boucher souhaite payer un de ses employés, rien ne garantit que celui-ci accepte en lieu et place d'un paiement monétaire la reconnaissance de dette du boulanger envers le boucher, n'ayant aucune information sur la solvabilité du boulanger¹⁶ donc sur la liquidité de l'actif qu'on lui propose. Cette dette bilatérale peut donc pallier l'absence de monnaie pour un échange localisé, mais ne circulant pas par la suite, il semble exagéré de considérer ces formes de crédit interpersonnel comme parfaitement substituables à de la monnaie, dans la mesure où leur pouvoir libératoire est extrêmement limité dans le temps (un échange) et dans l'espace (relation microéconomique bilatérale), créant des frictions quant à la circulation dès lors que l'on raisonne à une échelle macroéconomique. Dette et monnaie ne sont pas identifiables l'une à l'autre de manière universelle. Précisément, la dette est *en soi* un moyen d'échange davantage qu'un moyen de paiement. En d'autres termes, la dette est, dans son principe, un moyen de reporter ponctuellement et localement le paiement monétaire : le pouvoir libératoire de la monnaie permet *in fine* de rembourser les dettes et donc de clôturer l'échange, de le rendre irrévocable.
- 35 Nous raisonnons ici dans ce que nous appellerons le « temps court », c'est-à-dire que nous nous sommes intéressés, dans cette section, aux modalités d'ajustement de l'offre à la demande sur une courte période. Nous avons montré que dans des systèmes métalliques en apparence rigides un ajustement partiel était possible en recourant d'une part aux propriétés d'ajustement internes des espèces métalliques (endogénéité d'instrument), et d'autre part aux substituts monétaires que sont, par exemple, les outils de crédits (endogénéité de système). C'est la combinaison de ces deux mécanismes d'ajustement qui permet à des systèmes monétaires rigides d'ajuster, bien qu'imparfaitement, le stock de monnaie à la demande. Nous nous attacherons, dans la section suivante, à mettre cette réflexion en perspective dynamique, c'est-à-dire à intégrer le changement institutionnel. Nous verrons comment les outils de crédit ont pu progressivement gagner en centralité, dans un contexte de rigidité chronique de l'offre de monnaie métallique, jusqu'à devenir des instruments centraux des systèmes monétaires européens. L'émergence de ces instruments monétaires pose les jalons des économies monétaires de production modernes que nous connaissons.
-

3. Évolution des pratiques et restructuration des institutions monétaires dans le temps long

36 Nous avons utilisé, dans la section précédente, la distinction entre *le* système monétaire et *les* instruments qui le composent. Cette diversité d'instruments est un moyen d'ajuster l'offre de monnaie à la demande sur une échelle de temps courte. Notre propos visera ici à prolonger ces discussions dans le temps long, c'est-à-dire en intégrant le changement institutionnel. En prenant l'exemple de l'essor progressif des monnaies de crédit en Europe, nous montrerons comment l'évolution des pratiques monétaires peut modifier le poids relatif des instruments monétaires et restructurer, de ce fait, les institutions monétaires. Nous distinguerons deux étapes dans cet essor progressif ; une première étape dans laquelle les instruments de crédit peuvent être entendus comme des substituts monétaires (4.1.) et une seconde qui correspond à la monétisation des instruments de crédit (4.2.).

3.1. Les instruments de crédit comme substituts monétaires

37 Les supports métalliques sont devenus les instruments de paiement centraux (mais pas exclusifs) des systèmes monétaires européens, particulièrement après la découverte du Nouveau Monde. Les autorités publiques, adossées à des territoires, bénéficiaient des revenus tirés du monnayage des pièces. Ces revenus nominaux supplémentaires entraient dans la circulation par l'intermédiaire de la dépense publique. Aussi (et surtout), ces autorités publiques disposaient du pouvoir de définir l'unité de compte ayant cours sur leur territoire. La puissance publique avait donc un pouvoir monétaire, mais celui-ci n'était pas pour autant absolu ; les relations entre les diverses unités de compte européennes étant assurées par leur référence commune aux métaux précieux. Les opérations de change effectuées sur les places européennes, liées au développement du commerce, permirent la montée en puissance et l'enrichissement d'une caste d'acteurs privés, les « marchands-banquiers ». En parallèle des monnaies métalliques *publiques* et *nationales* vont se développer de vastes réseaux financiers, centrés sur les activités de change. Depuis Gênes, le développement des pratiques cambiales va conduire à l'utilisation d'un nouvel outil à partir du XIII^e siècle : la lettre de change.

Définies par rapport aux unités de compte territoriales, ces monnaies de change les mettent en relation de façon volontaire, mais pas pour autant aléatoire. Le contrôle centralisé par les marchands-banquiers d'un réseau du change par lettres, organisé autour d'une foire centrale où s'exprime dans les cours la cohésion de ce groupe social, permet la gestion d'une véritable monnaie privée internationale, qui s'insère dans les procédés multiples de règlement du commerce. (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 347)

38 Dans leur essence, les lettres de change n'ont pas un caractère intrinsèquement monétaire car elles ne circulent pas. Le change par lettre, tout comme les effets de commerce en général, ne prennent un caractère monétaire qu'avec le développement des pratiques d'endossement. Celles-ci ont vocation à permettre au propriétaire d'un titre de créance d'en modifier le bénéficiaire. Le change par lettre, de par ses spécificités (la relation bilatérale entre deux correspondants qui se connaissent et se font confiance), passera plus difficilement le cap de la transmissibilité (et donc de la circulation *monétaire*) que d'autres effets de commerce¹⁷. L'endossement, en ce qu'il insère des tierces parties dans une relation de crédit fondamentalement bilatérale,

permet progressivement de faire circuler la dette et de lui conférer ainsi un caractère monétaire dont elle ne dispose pas par essence. Une telle circulation des dettes est rendue possible par l'existence de réseaux commerciaux européens et d'une caste de marchands-banquiers ou s'imposant progressivement comme des *tiers de confiance*.

- 39 C'est la technique de l'escompte (importée d'Anvers au XVII^e siècle) qui permettra aux instruments de crédit comme les effets de commerce de devenir des instruments monétaires à part entière, s'intégrant dans une circulation plus large, grâce à l'entremise des banques européennes. L'escompte consiste, pour un banquier, à racheter un effet avant son échéance et à le payer par sa propre dette. À l'échelle du système économique, ceci permet la transformation de créances peu liquides en créances plus liquides. Le recours à ce procédé de « monétisation des créances », selon la formule de Denizet (1982, p. 18), marque une rupture importante pour ce qui nous intéresse ici. Un type particulier d'agents que sont les banquiers européens, ayant réussi par des innovations financières à se positionner comme tiers de confiance au centre de vastes systèmes de compensation multilatérale (Plihon, 2013, p. 12), va pouvoir faire de sa dette un moyen de paiement, celle-ci devenant donc transférable et permettant de solder les dettes entre les autres types d'agent¹⁸.

3.2 Le processus de monétisation des instruments de crédit

- 40 C'est, semble-t-il, dans une dynamique entremêlée répondant aux besoins du commerce et aux besoins des finances publiques, que se met en place sur plusieurs siècles, en Europe, un système imbriquant de manière complémentaire monnayages privé et public. La captation du pouvoir de création monétaire, pouvoir générateur d'un revenu partagé *de facto*, peut ainsi être étudiée comme une tension entre groupes sociaux aux intérêts divergents. En plus de se développer dans un rapport de complémentarité, les instruments monétaires publics et privés sont aussi, dans le temps long, l'objet d'une lutte opérant sur un mode concurrentiel. Le développement des billets atteste de cette tension.
- 41 Apparue en Chine au VII^e siècle¹⁹, la forme « papier » émerge en Europe dans la continuité de la montée en puissance des banques européennes et du développement de la technique du virement²⁰. Ces établissements, appelés « banques d'écritures » au XV^e siècle, sont en quelque sorte les successeurs des marchands-banquiers. Par l'intermédiaire de jeux d'écritures dans leurs comptes, les banques permettent dans un premier temps à leurs clients de mobiliser leurs avoirs par virement sans passer par la forme physique, métallique, facilitant ainsi le règlement des créances commerciales (Lane, 1937, p. 190). Si dans un premier temps la mobilisation d'avoir en compte nécessite la présence du payeur et du payé dans l'établissement bancaire, les banques d'écritures vont progressivement mettre en circulation des billets de banque. Jusqu'au XVI^e siècle, le contrat écrit n'est pas encore généralisé (l'oralité des engagements réciproques est la norme), ce qui explique en partie la difficulté pour les banques de développer le papier-monnaie :

La médiation d'un papier qui permet au cédant et à l'acquéreur de se passer du débiteur initial demande un long apprentissage et une validation politique. L'anonymat de la transmission d'un papier rebute les contemporains tant qu'il n'est qu'un instrument commercial, qu'il n'a pas le caractère politique, voire mythique de la pièce. (Servet *et al.*, 1991, p. 327)

42 C'est donc essentiellement à partir des XVII^e et XVIII^e siècles que va se développer le papier-monnaie, encore une fois dans une dynamique ambivalente entre acteurs privés et publics. Les États européens, empêtrés dans des guerres coûteuses et face à l'insuffisance de leurs caisses métalliques, vont commencer à émettre du papier-monnaie auquel ils donnent un cours légal et donc un pouvoir libérateur, sans pour autant en assurer systématiquement la convertibilité en métal précieux. Ceci correspond à une opération de monétisation de créance, tout comme les instruments de crédit privés, la créance en question étant la dette publique. L'État anglais, par exemple, se livre à une tentative de monétisation directe de la dette publique avec les *Exchequer's Orders* de 1667 à 1672.

43 Les banques, quant à elles, vont se spécialiser dans l'émission de billets convertibles : le billet de banque est une créance à vue sur une banque, son porteur peut à tout moment demander la conversion du billet en métal. Les billets de banque sont dans un premier temps émis en contrepartie des dépôts en métal des clients, ce qui n'a pas d'influence sur la masse monétaire. C'est lorsqu'ils sont émis en contrepartie de la distribution d'un crédit qu'ils permettent d'augmenter le stock de monnaie. Dès lors, la banque ne dispose plus de réserves en métal équivalentes aux billets qu'elle a injecté dans la circulation. La première banque européenne à émettre des billets standardisés remboursables à vue et bénéficiant d'un cours légal est la Banque de Stockholm (Ögren & Edvinsson, 2014, p. 299). Les banques privées européennes bénéficient elles aussi, avec l'émission de monnaie par le crédit, d'une source de revenu. Cependant, la contrainte de convertibilité fait peser un risque d'instabilité : leur bon fonctionnement nécessite la confiance généralisée des déposants dans leur capacité à rester liquides. Les cas de panique bancaire, caractérisés par des ruées aux guichets, qui ont animé l'Europe au cours du XVIII^e siècle, amènent les plus grosses banques à bénéficier de règles dérogatoires, comme le droit de différer de plusieurs mois le remboursement d'un billet. Ceci annonce le mouvement progressif de prise de contrôle par les pouvoirs publics des *banques d'émission* qui deviendront les banques centrales de nos systèmes modernes, hiérarchisés. Cette évolution dépasse le cadre du présent papier, elle n'est que l'épigone moderne de cette ambivalence public/privé qui semble caractériser l'évolution des pratiques monétaires.

Dans des économies où la monnaie a encore largement une forme métallique, divers acteurs ont donc intérêt à voir se constituer et prospérer des banques émettant des billets lors des opérations de crédit. Ce sont tout d'abord les banquiers eux-mêmes qui peuvent [...] développer la distribution de crédit et les perspectives de bénéfices qui y sont associées. Ce sont aussi les bénéficiaires potentiels du crédit, producteurs et commerçants, qui pourront trouver des possibilités de financement [...]. C'est enfin l'État qui, souvent pressé par des obligations de dépenses pour lesquelles il ne dispose pas de recettes correspondantes, recherche l'aide d'une institution susceptible de lui procurer des avances. (Jacoud & Tiran, 2014, p. 105).

44 Nous avons cherché ici à montrer l'impulsion historique qui a modifié, sur le long terme, la place des monnaies de crédit relativement aux monnaies de métal dans les systèmes monétaires européens. Si les techniques sous-jacentes aux monnaies de crédit existent dès le XIII^e siècle, les innovations monétaires et financières en Europe se produisent jusqu'au XVIII^e siècle, dans des systèmes qui restent centrés sur la monnaie métallique. Cependant, les XVII^e et XVIII^e siècles ont ceci d'intéressant qu'ils sont le décor de l'émergence progressive des instruments monétaires qui se substitueront aux instruments métalliques au cours des siècles suivants - dynamique qui aboutira à

l'abolition de toute référence aux métaux précieux en 1971. Cette évolution n'est pas le fruit du hasard ; la modification des pratiques monétaires est l'enjeu d'une lutte (à la fois politique et économique) entre groupes sociaux aux intérêts divergents²¹, qui n'aboutit à un compromis que dans l'équilibre, localisé et temporaire, des forces en présence.

4. Implications pour la mise en perspective historique du concept de monnaie endogène

- 45 Les débats post-keynésiens autour de la mise en perspective historique de l'endogénéité de la monnaie attestent d'un rapprochement avec l'institutionnalisme monétaire. Ce rapprochement demeure cependant inachevé. La distinction entre le temps long du changement institutionnel et le temps court des ajustements macroéconomiques permet de mettre en évidence, au-delà de leur opposition de façade, une forme de complémentarité entre les approches évolutionnaire et révolutionnaire.

4.1 Un rapprochement inachevé avec l'institutionnalisme monétaire

- 46 L'approche révolutionnaire témoigne d'un certain rapprochement avec la pensée institutionnaliste²², notamment au travers de l'intuition partagée d'une dimension transhistorique dans le concept de monnaie. Ce caractère transhistorique n'a cependant pas la même teneur chez les institutionnalistes²³ et dans l'approche révolutionnaire. Pour Rochon et Rossi, le caractère transhistorique renvoie à une « évidence anthropologique dans l'histoire de l'humanité » (2013, p. 216)²⁴ selon laquelle toute relation monétaire « implique trois parties, à savoir un payeur, un payé et un *record keeper*, c'est-à-dire un banquier » (*Ibid.*, p. 221)²⁵. En posant cette hypothèse, ils affirment que la monnaie « a toujours été endogène du fait de la nécessaire relation triangulaire » (*Ibid.*, p. 225)²⁶. Ils illustrent cette triangularité, supposée transhistorique, au travers d'un « exemple stylisé » faisant intervenir un orfèvre (qui fait office de *record keeper*) et deux agents non financiers. Dans cet exemple, l'orfèvre émet (sur la base des métaux précieux dont il dispose) un certificat de dépôt qui permet aux agents d'opérer le paiement entre eux par l'intermédiaire du bilan du premier et sans recourir aux pièces. Ils affirment alors que l'or n'est que la représentation matérielle d'un dépôt bancaire (*Ibid.*, p. 222). Un propos qui tient pour l'or détenu par l'orfèvre, mais aussi (selon eux) pour des pièces d'or circulant directement :

Needless to say, if the payment [...] were carried out with a number of gold coins, instead of via the payment services provided by a bank or a goldsmith the analysis would not change [...], the emission of gold coins had been recorded by its point of origin, namely a bank or a goldsmith. (Ibid., p. 223).

- 47 Un premier point de critique est que le « point d'origine » de l'émission des pièces métalliques n'est pas à chercher du côté des banques ou des orfèvres, mais chez les autorités publiques bénéficiant du pouvoir de frapper monnaie. La pièce de métal peut, une fois mise en circulation, entrer dans le bilan d'une banque ou d'un orfèvre mais ce n'est pas là son origine. Un second point de critique porte sur la nécessité supposée d'une relation triangulaire. Le recours à un *record keeper* n'est pas nécessaire lorsque deux agents réalisent une transaction à l'aide, par exemple, de pièces métalliques ; dès

lors, la relation triangulaire *peut* se réduire à une relation bilatérale. Il n'est pas *toujours* nécessaire de « tenir les comptes » : la pièce de métal ne diffère pas le paiement (crédit) mais le réalise (monnaie). Le « payé » a confiance dans le fait que cette pièce sera acceptée à l'avenir en paiement ou, à défaut, dans sa capacité à tirer de cette pièce la valeur du métal qui y est contenue²⁷. Autrement dit, les espèces métalliques sont un moyen de réaliser des paiements impersonnels bilatéraux en l'absence de tiers de confiance qui tiendraient les comptes. Si des instruments de crédit existaient bel et bien à une époque où les paiements étaient essentiellement réalisés en monnaie métallique, cela ne veut pas dire que le circuit de la monnaie métallique fonctionnait selon la même logique que celui de la monnaie de crédit : depuis les modalités d'émission jusqu'à celles de circulation et de destruction, bien des choses diffèrent. Le caractère transhistorique de la monnaie dans la pensée institutionnaliste renvoie, de son côté, au fait que la monnaie est un rapport social aux formes variables, ce qui signifie justement qu'il existe dans le temps et dans l'espace « plusieurs expressions de la contrainte monétaire et de résolution des déséquilibres du circuit des paiements » (Boyer, 2015, p. 21-22). Dans l'approche révolutionnaire, toutes les économies sont des économies monétaires de production dans lesquelles le système de paiement est organisé autour de banques, plus ou moins « primitives » faisant office de *record keeper*. Or, en conférant à une forme particulière du rapport monétaire un caractère transhistorique, l'approche révolutionnaire se distingue de la pensée institutionnaliste - ces derniers fondant à l'inverse le caractère transhistorique du rapport monétaire sur la diversité de ses formes. Plus précisément, l'approche révolutionnaire ne nous semble pas en mesure de mettre en avant la distinction opérée dans la section précédente entre les instruments de crédit (4.1.) et la monétisation des instruments de crédit au fur et à mesure de la montée en puissance des banquiers européens (4.2.).

4.2 Le long terme institutionnaliste : une perspective d'économie politique

- 48 Ce rapprochement inachevé des débats post-keynésiens avec la théorie institutionnaliste se retrouve aussi, et surtout, dans la vision qui est proposée de la dynamique institutionnelle. Le moteur du changement institutionnel est à chercher dans les antagonismes sociaux. Dès lors, l'évolution des pratiques monétaires dans le temps long peut être analysée comme le produit d'un conflit politique. L'évolution du poids relatif des différents instruments monétaires dans un régime donné correspond en ce sens à l'état d'un rapport de force entre différents groupes aux intérêts divergents. Dans le temps long, cette évolution progressive du régime monétaire peut faire d'un instrument initialement secondaire un instrument central. C'est ce que nous avons cherché à illustrer avec l'essor des monnaies de crédit en Europe à partir du XIII^e siècle et jusqu'au XVIII^e siècle. Les approches évolutionnaire et révolutionnaire n'intègrent pas cette dimension conflictuelle et politique de la dynamique institutionnelle.
- 49 L'hypothèse implicite de la thèse évolutionnaire est que les instruments fortement élastiques ont tendance à chasser les instruments les plus rigides dans le temps long. Ici, la dynamique institutionnelle aurait pour moteur un critère de praticité, ou d'efficacité, qui serait à l'origine d'une tendance quasi naturelle faisant évoluer les systèmes monétaires vers le système hiérarchisé moderne²⁸. Chick (1986) illustre cette

tendance à partir du cas anglais, dont elle pense pouvoir tirer une trame explicative à caractère général. Au crédit de l'approche évolutionnaire, il est possible de noter qu'une évolution historique importante des systèmes monétaires européens a consisté en un remplacement (très) progressif d'instruments monétaires potentiellement limités dans leur capacité à s'ajuster à la demande par des instruments à flexibilité supérieure (de par leur nature intrinsèquement immatérielle), entraînant l'apparition, sur une longue période, d'une endogénéité « forte ».

- 50 La thèse révolutionnaire a quant à elle tendance à généraliser des concepts anachroniques à toutes les configurations institutionnelles. Dans cette optique, l'endogénéité de la monnaie doit être comprise comme une pure propriété interne de la monnaie, indépendante de l'Histoire. Du point de vue révolutionnaire, la trajectoire décrite par l'approche évolutionnaire ne correspond tout au plus qu'à une amélioration, une « mise en conformité » progressive des structures institutionnelles avec la nature profonde de la monnaie (Rochon & Rossi, 2013, p. 220). Si pour l'approche évolutionnaire le changement institutionnel repose essentiellement sur l'hypothèse du critère de praticité, la thèse révolutionnaire est beaucoup plus radicale sur ce point. En effet, l'approche évolutionnaire considère que le changement institutionnel a progressivement permis au caractère endogène de la monnaie de s'exprimer, là où l'approche révolutionnaire de Rochon et Rossi voit dans le changement institutionnel la conséquence *naturelle* de l'endogénéité la monnaie : « *Rather than seeing institutional changes [...] as a source of money's endogeneity, institutional changes are the result of it [...] [T]he endogeneity of the money creation process implies in fact that institutions have to comply with it* » (Ibid., p. 225-226)

Une telle posture amène la thèse révolutionnaire à prendre un tournant normatif et ce faisant à s'éloigner de l'épistémologie institutionnaliste :

A positive evolution can occur only if the practical structure of the (monetary) economic system is made to comply with the set of macroeconomic laws implicit in the bookkeeping nature of money and its relation with production and exchange. (Ibid., p. 220)

- 51 La dynamique institutionnelle ne repose pas sur une logique d'efficacité ou de praticité comme le suppose implicitement la thèse évolutionnaire. Le moteur de ces évolutions n'est pas non plus à trouver exclusivement dans les « besoins du marché » comme le suppose la thèse révolutionnaire. L'évolution des pratiques monétaires est en partie le fruit de processus politiques. La perspective institutionnaliste nous amènerait plutôt à dire, en schématisant, que les « besoins du marché » sont en réalité les intérêts des marchands, et qu'en tant qu'intérêts d'un groupe social particulier ils entrent en opposition avec ceux d'autres groupes sociaux. Ces intérêts divergents ne s'expriment que sous des formes situées dans le temps et dans l'espace, ce qui implique d'autre part que les évolutions d'un régime monétaire ne peuvent être saisies que dans leur contexte politique et économique particulier. En ce sens, la prétention à la généralité du cas anglais postulée par Chick n'est pas pertinente dans une perspective institutionnaliste ; c'est du moins une hypothèse trop forte. Il convient, pour chaque contexte, de spécifier les rapports de force sous-jacents à l'évolution des pratiques monétaires qui président à la dynamique institutionnelle dans le temps long²⁹. La perspective révolutionnaire quant à elle apparaît, en matière de changement institutionnel, comme une négation du politique, réduisant l'évolution des régimes monétaires à une mise en conformité progressive des institutions avec la « loi » de la monnaie endogène.

4.3 Le court terme macroéconomique et la rareté monétaire

- 52 Dans une perspective macroéconomique, la capacité d'ajustement de l'offre de monnaie dépend des instruments qui composent le système monétaire considéré et de leur plus ou moins grande élasticité. Un système monétaire constitué d'instruments monétaires à forte élasticité pourra aisément ajuster la masse monétaire, à l'échelle macroéconomique, à des variations de la demande (endogénéité forte). En revanche, un système monétaire constitué d'instruments plus rigides et difficilement substituables pourrait connaître, dans le temps court, des difficultés d'ajustement (endogénéité faible).
- 53 Cette possibilité de sous-offre de monnaie est l'hypothèse de départ de la thèse évolutionnaire selon laquelle une contrainte monétaire a longuement pesé sur les économies, ne permettant pas l'ajustement de l'offre de monnaie à la demande dans le temps court. L'une des limites de cette approche est qu'elle néglige probablement les formes d'endogénéité d'instrument antérieures aux pratiques bancaires modernes et surestime de ce fait la contrainte monétaire. Sur ce point, l'approche révolutionnaire est plus convaincante, notamment parce qu'elle insiste sur les dévaluations des espèces métalliques. En postulant que la monnaie est *partout et toujours* endogène, l'approche révolutionnaire fait même implicitement l'ajustement d'un ajustement immédiat de l'offre à la demande de monnaie. En ce sens, une sous-offre de monnaie, entendue comme contrainte intrinsèque liée aux propriétés physiques des instruments qui composent un système monétaire à un moment donné, semble relever de l'impossible. Pour étayer leur argument selon lequel la demande de monnaie trouve toujours des moyens d'être satisfaite, Rochon et Rossi (2013) citent Robinson (1956, p. 32) : « *Geology being limited, the [gold] stock above ground did not grow nearly as fast as the demand for liquid balances, and banks came into existence to supplement the supply.* »
- 54 Cette citation renvoie davantage à la restructuration, dans le temps long, du rapport monétaire qu'à l'ajustement macroéconomique, dans le temps court, de l'offre de monnaie. Dès lors, l'ajustement peut à un moment donné n'être que partiel. Une limite à l'approche révolutionnaire semble être, dans un écueil symétrique à l'approche évolutionnaire, qu'elle sous-estime la possibilité d'une contrainte monétaire dans le temps court. D'ailleurs Rochon et Rossi ne font pas mention d'un éventuel rationnement de l'offre en dehors du critère de *creditworthiness* : toute demande de crédit jugée solvable a été, est et sera satisfaite. En ce sens, la rareté monétaire ne peut qu'être (et surtout pour ce qui nous intéresse ici, ne peut qu'avoir été) une « rareté désirée » au sens de Parguez (1986, p. 4-5). Par « rareté désirée », celui-ci entendait en effet la possibilité pour le secteur bancaire de rationner les crédits offerts aux entreprises. Dans cette optique, il n'y a pas d'autre forme de rareté monétaire que celle « choisie » par les banques. Généraliser cette hypothèse sur le plan historique, comme le font les tenants de l'approche révolutionnaire en fondant leur théorie monétaire sur la monnaie de crédit³⁰, revient à considérer que la lutte pour la captation du pouvoir de création monétaire, c'est-à-dire du pouvoir de *choisir* de créer ou non de la monnaie, n'en est pas une. Les « banques », plus ou moins « primitives », auraient de tout temps et en tout lieu eut le pouvoir de *choisir* le stock de monnaie et aucune autre forme de contrainte monétaire n'aurait, de ce fait, pu exister.
- 55 En définitive, l'ajustement dans le temps court de l'offre de monnaie à la demande ne semble être, selon une perspective historique, ni aussi rigide que ne le postule la

contrainte monétaire de la thèse évolutionnaire, ni aussi parfait que ne le suppose la thèse révolutionnaire d'une monnaie *partout et toujours* endogène. Il semble raisonnable d'adopter une position médiane, ouvrant la possibilité d'une sous-offre de monnaie dans le temps court.

Conclusion

- 56 Après avoir présenté le contexte d'apparition de la théorie contemporaine de la monnaie endogène, nous avons cherché à resituer la controverse entre les approches évolutionnaire (Chick, 1986) et révolutionnaire (Rochon & Rossi, 2013) dans un cadre institutionnaliste, à l'aide d'illustrations tirées de l'Histoire monétaire européenne. Cette démarche nous a conduits à distinguer deux échelles croisées d'analyse. D'abord une échelle de temps, où le temps court se distingue du temps long par l'hypothèse d'exogénéité des institutions monétaires à court terme. Nous définissons l'endogénéité de la monnaie dans le temps court comme l'ajustement macroéconomique de l'offre de monnaie à la demande, tandis que l'endogénéité dans le temps long renvoie à l'évolution progressive du système monétaire étudié, évolution dont le moteur réside dans l'évolution des pratiques monétaires. Puis nous distinguons, pour chacune de ces temporalités, l'analyse de l'endogénéité à l'échelle des instruments monétaires de l'analyse de l'endogénéité à l'échelle du système monétaire.
- 57 Nous aboutissons ainsi à la conclusion que dans le temps court, chaque instrument possède des formes d'endogénéité qui lui sont spécifiques (endogénéité d'instrument), mais tous les instruments ne sont pas infiniment élastiques. Ceci rend possible l'existence de rigidités dans l'ajustement de l'offre de certains instruments dans le temps court, rigidités qui peuvent être limitées par la complémentarité et la substituabilité des instruments (endogénéité de système). À l'échelle du système monétaire, il peut donc y avoir une sous-offre de monnaie d'ordre macroéconomique dans certains contextes, en fonction des caractéristiques spécifiques des instruments qui le constituent. Il apparaît tout aussi restrictif de considérer que la monnaie a été partout et toujours endogène que de considérer qu'elle n'a été endogène qu'avec le développement des pratiques modernes. Il appartient à l'analyse spécifique de chaque contexte de préciser les formes d'endogénéité de chaque instrument et leur plus ou moins grande substituabilité au sein du système monétaire étudié.
- 58 En ce qui concerne le temps long, l'évolution des pratiques monétaires dans un contexte politico-économique donné modifie progressivement le type et le nombre d'instruments qui constituent le système monétaire. Cette instabilité est de nature politique ; ce sont les rapports sociaux conflictuels et les contradictions internes de chaque système monétaire³¹ qui entraînent derrière eux l'évolution des pratiques monétaires et, par extension, l'évolution des systèmes monétaires et des instruments qui y circulent.
- 59 Plutôt que d'opposer les approches évolutionnaire et révolutionnaire, le fait de resituer cette controverse dans un cadre institutionnaliste permet de faire ressortir le fait que chacune des deux approches comporte des intuitions pertinentes et qu'elles sont bien davantage complémentaires qu'antinomiques. En réalité, elles s'opposent bien souvent alors qu'elles situent le débat sur des échelles d'analyse différentes, et de ce fait, ne parlent pas de la même chose. Par exemple, si Chick considère que la monnaie est *devenue* endogène, c'est parce qu'elle situe sa réflexion sur une échelle de temps long et
-

qu'elle s'intéresse à la restructuration progressive du système monétaire anglais autour d'un instrument en particulier : la monnaie de crédit. Quand Rochon et Rossi affirment que la monnaie était déjà endogène à l'époque des monnaies métalliques, ils insistent sur la capacité des instruments à s'endogénéiser partiellement et à se compléter les uns les autres dans le temps court. Cette difficulté à poser les termes du débat est, en soi, un élément crucial des désaccords qui subsistent aujourd'hui entre ces deux approches. L'institutionnalisme monétaire semble offrir les outils nécessaires à une redéfinition des termes de cette controverse et à une mise en perspective historique plus fine du concept de monnaie endogène.

- 60 Au-delà de la proposition de resituer la controverse post-keynésienne entre endogénéité révolutionnaire et évolutionnaire dans un cadre institutionnaliste, cette contribution offre de nouvelles possibilités pour un agenda de recherche au croisement de ces deux écoles de pensée. La distinction que nous proposons entre temps long et temps court d'une part ; et, d'autre part, entre instruments et systèmes monétaires, ouvre en effet la voie à l'analyse d'un réservoir de contextes historiques et géographiques inépuisable. Cet agenda de recherche s'inscrit dès lors pleinement dans la dynamique de rapprochement entre institutionnalistes et post-keynésiens déjà débutée³².

BIBLIOGRAPHIE

- Andreau J., Carré G., Carrié J.-M. & C. Lamouroux (2007), « La fiduciaireté des monnaies métalliques : une comparaison historique », in Théret B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris, Éditions de l'EHESS, vol. 1, p. 265-303.
- Bell S. (2001), « The role of the state and the hierarchy of money », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 25, n° 2, p. 149-163.
- Bernholz P. (2003), *Monetary Regimes and Inflation: History, economic and political relationships*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Blanc J. (2000), *Les Monnaies Parallèles. Unité et diversité du fait monétaire*, Paris, L'Harmattan, coll. « Logiques économiques ».
- Boyer R. (2015), *Économie politique des capitalismes. Théorie de la régulation et des crises*, Paris, La Découverte, coll. « Grands repères ».
- Boyer R. & B. Coriat (1984), « Innovations dans les institutions et l'analyse monétaires américaines : les *greenbacks* "revisités" », *Annales*, vol. 39, n° 6, p. 1330-1359.
- Boyer-Xambeu M.-T., Deleplace G. & L. Gillard (1986), *Monnaie privée et pouvoir des princes. L'économie des relations monétaires à la Renaissance*, Paris, Éditions du CNRS/ Presses de la Fondation nationale des sciences politiques.
- Chick V. (1986), « The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest », *Économies et Sociétés, Cahiers de l'ISMEA, Série « Monnaie et Production »*, vol. 20, n° 8-9, p. 111-126.
-

- Clévenot M. (dir) (2011), « Post-keynésianisme et théorie de la régulation : des perspectives communes », *Revue de la régulation* [En ligne], n° 10 | 2^e semestre/Autumn.
- Courbis B., Froment E. & J.-M. Servet (1990), « À propos du concept de monnaie », *Cahiers d'Économie Politique*, n° 18, p. 5-29.
- Davidson P. (1988), « Endogenous money, the production process, and inflation analysis », *Économie Appliquée*, vol. 41, n° 1, p. 151-169.
- Denizet J. (1982), *Monnaie et financement dans les années 80. Essai de théorie dans un cadre de comptabilité économique*, Préface de Valéry Giscard d'Estaing, Paris, Dunod, coll. « Sciences économiques ».
- Dow A. & S. Dow (2001), « The relevance of historical experience for economics », in Arestis P., Desai M. & S. Dow (dir.) *Methodology, Microeconomics and Keynes: Essays in honor of Victoria Chick*, Londres, Routledge, vol. 2, p. 39-50.
- Herrenschmidt C. (2004), « De la monnaie frappée et du mythe d'Artémis », *Techniques & Culture* [En ligne], n°s 43-44.
- Innes A. M. (1913), « What is money? », *Banking Law Journal*, vol. 30, n° 5, p. 377-408.
- Innes A. M. (1914), « The credit theory of money », *Banking Law Journal*, vol. 31, n° 2, p. 151-168.
- Jacoud G. & A. Tiran (2014), « Les faits monétaires et financiers en Europe du seizième au dix-huitième siècle », in Blanc J. & L. Desmedt (dir.), *Les pensées monétaires dans l'histoire : l'Europe, 1517-1776*, Paris, Classiques Garnier, p. 45-116.
- Kaldor N. (1970), « The new Monetarism », *Lloyds Bank Review*, juillet, p. 1-27.
- Kaldor N. (1985), *Le fléau du monétarisme*, Paris, Economica.
- Keynes J. M. (2017) [1936], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, traduit de l'anglais par Jean de Largentaye, préface de Hélène de l'Argentaye, Paris, Payot.
- Keynes J. M. (1973) [1937a], « Alternative theory of the rate of interest », *The Economic Journal*, vol. 47, n° 186, p. 241-252, www.jstor.org/stable/2225525. Accessed 15 Jan. 2020 ; nous citons l'édition reproduite dans Johnson E. & D. Moggridge (dir.) (1973), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, vol. 14, p. 201-215.
- Keynes J. M. (1973) [1937b], « The "ex ante" theory of the rate of interest », *The Economic Journal*, vol. 47, n° 188, p. 663-669, nous citons l'édition reproduite dans Johnson E. & D. Moggridge (dir.) (1973), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, vol. 14, p. 215-223.
- Keynes J. M. (1973) [1938], « Mr Keynes comments [on Mr Keynes and "Finance" by D.H. Robertson », *The Economic Journal*, vol. 48, n° 190, p. 318-322, nous citons l'édition reproduite dans Johnson E. & D. Moggridge (dir.) (1973), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, vol. 14, p. 229-233.
- Keynes J. M. (1973) [1939], « The process of capital formation », *The Economic Journal*, septembre, nous citons l'édition reproduite dans Johnson E. & D. Moggridge (dir.) (1973), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, vol. 14, p. 278-285.
- Knapp G. F. [1905] (1924), *The State Theory of Money*, Londres, Macmillan.
- Lamouroux C. (2007), « Bureaucratie et monnaie dans la Chine du XI^e siècle : les désordres monétaires au Shaanxi », in Théret B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris, Éditions de l'EHESS, vol. 1, p. 171-204.
-

- Lane F. C. (1937), « Venetian bankers, 1496-1533: A study in the early stages of deposit banking », *Journal of Political Economy*, vol. 45, n° 2, p. 187-206.
- Lavoie M. (1984), « The endogenous flow of credit and the post Keynesian theory of money », *Journal of Economic Issues*, vol. 18, n° 3, p. 771-797.
- Lavoie M. (1985), « La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits », *Economies et sociétés*, Cahiers de l'ISMEA, Série Monnaie et Production, vol. 19, n° 8, p. 169-195.
- Lavoie M. (1996), « Monetary policy in an economy with endogenous credit money » in Nell E. & G. Deleplace (dir.), *Money in Motion. The Post Keynesians and the Circulation Approaches*, Londres, Macmillan, p. 532-545.
- Lavoie M. (2001), *Endogenous money in a coherent stock-flow framework*, mars, Levy Economics Institute Working Paper n° 325.
- Le Héron E. (1986), « Généralisation de la préférence pour la liquidité des banques et financement de l'investissement », *Economie et Sociétés*, Cahiers de l'ISMEA, Série « Monnaie et Production », vol. 20, nos 8-9, p. 67-93.
- Le Héron E. (2002), « La préférence pour la liquidité des banques : une analyse post-keynésienne du comportement bancaire », *Les Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, CLES, vol. 38, p. 97-131.
- Lordon F. (1993), *Irrégularités des trajectoires de croissance : évolutions et dynamique non-linéaire : vers une schématisation de l'endométrabolisme*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Paris, École des Hautes Études en Sciences Sociales.
- Mc Leay M., Radia A. & R. Thomas (2014), « Money creation in the modern economy », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, vol. 54, n° 1, p. 14-27.
- Moore B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists. The macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press.
- Moore B. J. (2001), « Some reflexions on endogenous money », in Rochon L-P & M. Vernengo (dir.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 11-30.
- Minsky H. (1991), « The endogeneity of money », in Nell E. & Semmler, W. (dir.), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*, New York, St Martin's Press, p. 207-220.
- Niggle C. J. (1991), « The endogenous money supply theory: an Institutional appraisal », *Journal of Economic Issues*, vol. 25, n° 1, p. 137-151.
- Niggle C. J. (2017), « An evolutionary-institutionalist reappraisal of the endogenous-money-supply theory » in Rochon L-P. & S. Rossi (dir.), *Advances in Endogenous Money Analysis*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 245-261.
- Ögren A. & R. Edvinsson (2014), « Swedish money supply, 1620-2012 », in Edvinsson R., Jacobson T. & D. Waldenström (dir.), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden, Volume II: House prices, stock returns, national accounts, and the riksbank balance sheet, 1620-2012*, Stockholm, Ekerlids Förlag, p. 293-338.
- Paganelli M. P. (2006) « Endogenous money and David Hume », *Eastern Economic Journal*, vol. 32, n° 3, p. 533-547.
- Palley T. (2002), « Endogenous money: what it is and why it matters », *Metroeconomica*, vol. 53, n° 2, p. 152-180.
-

- Parguez A. (1986), « Hamlet et Shylock ou la rareté désirée », *Économies et Sociétés, Cahiers de l'ISMEA, Série « Monnaie et Production »*, vol. 20, n^{os} 8-9, p. 3-9.
- Plihon D. (2013), *La monnaie et ses mécanismes*, Paris, La Découverte, coll. « Repères ».
- Poulon F. (2015), *Économie générale*, Paris, Dunod, 8^e édition.
- Poulon F. (2016), *La pensée économique de Keynes*, Paris, Dunod, 4^e édition, coll. « Les topos ».
- Robinson J. (1956), *The Accumulation of capital*, Londres, Macmillan.
- Robinson J. (1979), *Collected Economic Papers*, Oxford, Basil Blackwell, vol. 5.
- Rochon L-P. & S. Rossi (2013), « Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views », *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, n^o 2, p. 210-229.
- Rousseas S. (1989), « On the endogeneity of money once more », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 11, n^o 3, p. 474-478.
- Servet J-M., Courbis B. & E. Froment (1991), « Enrichir l'économie politique de la monnaie par l'histoire », *Revue économique*, vol. 42, n^o 2, p. 315-338.
- Servet J-M., Théret B. & Z. Yildirim, (2008), « Universalité du fait monétaire et pluralité des monnaies. De la confrontation coloniale à la rencontre des sciences sociales », in Baumann E., Bazin L., Ould-Ahmed P., Phélinas P., Selim M., Sobel R. (dir.), *L'argent des anthropologues, la monnaie des économistes*, L'Harmattan, p. 167-207. Nous citons l'édition parue dans Alary P., Blanc J., Desmedt L., Théret B. (dir.) (2016), *Théories françaises de la monnaie*, Paris, Presses universitaires de France, p. 185-234.
- Théret B. (2007), « La monnaie au prisme de ses crises d'hier et d'aujourd'hui », in Théret B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris, Éditions de l'École des Hautes Études en Sciences Sociales, vol. 1, p. 17-74.
- Van Werweke H. (1934), « Monnaie de compte et monnaie réelle », *Revue belge de Philologie et d'Histoire*, t 13, fasc. 1-2, p. 123-152.
- Wolfson M. H. (1996), « A Post Keynesian theory of credit rationing », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, n^o 3, p. 443-470.
- Wray L. R. (1992), « Alternative approaches to money and interest rates », *Journal of Economic Issues*, vol. 26, n^o 4, p. 1145-1178.
- Wray L. R. (2006), « When are interest rates exogenous? », in Setterfield M. (dir.), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory, Essays in Honour of Basil J. Moore*, Cheltenham, Edward Elgar.

NOTES

1. Dictionnaire Larousse (en ligne).
 2. Étant sommé par Lloyd George de justifier scientifiquement le programme de grands travaux, Keynes aboutit à une contradiction sur le taux d'intérêt qui lui fait prendre conscience qu'il doit sortir du dogme classique, notamment de la théorie des fonds prêtables (Poulon, 2016, p. 36-37).
 3. « Keynes lui-même n'a jamais réellement mis en doute l'hypothèse que l'offre de monnaie, quelle que soit sa définition, est fixée de manière exogène par les autorités monétaires » (Kaldor, 1985, p. 118).
 4. Keynes (1973) [1937a], (1973) [1937b], 1973[1939] ; Keynes (1973) [1938].
-

5. Si la banque centrale refusait d'intervenir sur les marchés, elle prendrait le risque de voir les taux à court voire à long terme dévier trop du niveau des taux directeurs qu'elle a fixés. Une déformation de la courbe des taux pourrait être interprétée par les marchés comme un manque de crédibilité de la politique monétaire.
 6. « Central bank reactions fuse concerns of “endogeneity” with those of “controllability” » (Palley, 2002, p. 159).
 7. « The degree to which the supply of money is positively sloped depends on the discretionary policies of the Federal Reserve » (Rousseas 1989, p. 478).
 8. Les structuralistes insistent également sur la capacité des banques à contourner d'éventuelles contraintes mises en place par la banque centrale : « Even if the monetary authority refused to accommodate any increase in the demand for reserves, banks would still be able to partially accommodate an increase in loan demand through their own initiatives » (Palley, 2002, p. 153). « Banks are able to generate additional liquidity to support deposits created by increased bank lending. [...] Banks vary their own portfolio demands (asset management) and induce variations in the portfolio demands of the non-bank public (liability management). » (Palley, 2002, p. 162).
 9. Notons l'existence d'un horizontalisme dit « faible » ou « modéré », représenté notamment par Le Héron (1986, 2002). Dans cette perspective la banque centrale ne peut pas opérer de contrôle de la masse monétaire. Cependant, la courbe d'offre de monnaie n'est pas totalement horizontale dans la mesure où les banques commerciales elles-mêmes peuvent opérer une contrainte monétaire indépendamment de la banque centrale, par un rationnement du financement. Ce rationnement vient s'ajouter à la contrainte de *creditworthiness*, acceptée par les horizontalistes, qui renvoie à la distinction entre demande « notionnelle » et demande « effective » de monnaie (Wolfson, 1996).
 10. Un dernier stade d'évolution intègre le *liability management*, et donne à voir des banques actives cherchant à augmenter l'offre de crédit via l'innovation financière.
 11. Le choix du terme « révolutionnaire » est une façon de faire écho à la révolution keynésienne : « The “revolutionary” essence of the definition of endogenous money proposed in this paper is tied to the spirit of Keynes’s “revolution”, namely his attempt to break away from orthodox thought completely. » (Rochon & Rossi, 2013, p. 213)
 12. « money is endogenous, because it is determined by the agents’ demand to pay for the costs of production » (Rochon & Rossi, 2013, p. 211).
 13. Boyer-Xambeu *et al.* (1986, p. 356) parlent d'un « repli sur le métal » au cours du XVI^e siècle en France.
 14. Une alternative à la dévaluation interne des espèces métalliques est le recours à un arbitrage au sein du stock de métaux précieux entre une fraction à usage monétaire et une autre fraction à usage non monétaire. L'existence d'or non monétaire permet d'ajuster la quantité de métaux précieux par un processus de (dé)thésaurisation (Palley, 2002, p. 155-157).
 15. D'une part, rien ne garantit que de tels crédits soient offerts par le boucher ; d'autre part le boucher préférera toujours avoir en sa possession une pièce d'or (par exemple) qu'une créance sur le boulanger, car cette dernière n'est pas liquide et présente un risque de défaut plus important.
 16. D'ailleurs Innes (1913, p. 378) anticipe ce point : « the value of a credit depends [...] solely on the “solvency” of the debtor ».
 17. Le refus de l'endossement « est une attitude constante et résolue de la part de ceux qui contrôlent le réseau du change par lettres, les marchands-banquiers italiens. Même à Anvers, où les marchands anglais et hanséatiques font pression pour que la lettre de change devienne payable au porteur, comme les autres cédules, les Italiens bloquent cette évolution » (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 42-43)
 18. Le phénomène monétaire est, dans la pensée néochartaliste, un phénomène hiérarchisé en fonction du degré (décroissant) d'acceptabilité des différentes dettes : dette de l'État, des
-

banques, des entreprises et enfin, des ménages. Voir à ce propos la pyramide de Bell (2001, p. 158-161) reprenant les grandes lignes de la classification fonctionnelle de Knapp ([1905] 1924, p. 93).

19. L'invention de l'imprimerie en Chine date du II^e siècle de notre ère, et l'on trouve les premières traces d'émission de billets de banque en Chine au VII^e siècle, durant la dynastie des Tang. Ces émissions sont cependant très localisées et il faudra attendre le XI^e siècle, sous le règne des Song, pour qu'un système de monnaie de papier soit pleinement développé (Bernholz, 2003 ; Lamouroux, 2007).

20. Tout comme pour l'usage du billet, l'Europe est loin d'être pionnière en matière de pratiques scripturales. Des systèmes monétaires ancestraux, comme l'ancien empire de Sumer en Mésopotamie (Herrenschmidt, 2004), avaient développé, dès le IV^e millénaire avant notre ère et avec l'invention de l'écriture, des techniques financières avancées telles que la compensation des dettes ou l'utilisation de méthodes de virement.

21. « Les monnayages public et privé, en gonflant la richesse globale nominale, provoquent des transferts au détriment des groupes sociaux dont les revenus sont fixes en unité de compte, et dont la part distributive diminue donc. Le XVI^e siècle fournit ainsi une illustration de la relation entre le monnayage, la richesse globale nominale et sa répartition ; il atteste que la monnaie est aussi un facteur de différenciation des groupes sociaux » (Boyer-Xambeu *et al.*, 1986, p. 356). Par ailleurs, les post-keynésiens ont une théorie de l'inflation fondée non sur la quantité de monnaie mais sur le conflit distributif, au moins depuis Robinson (1979, p. 220), et selon laquelle « l'inflation est une expression de la lutte des classes », alors même que les tenants de l'approche révolutionnaire évacuent de l'analyse la lutte portant sur la captation du pouvoir de création monétaire, en fondant leur théorie monétaire sur la seule monnaie de crédit.

22. Rochon et Rossi (2013) citent d'ailleurs à plusieurs reprises Servet *et al.* (1991).

23. Dans l'optique institutionnaliste française, l'étude du phénomène monétaire relève simultanément « de l'analyse théorique produisant une définition transhistorique du concept de Monnaie et d'autre part d'une approche historique confrontant l'abstraction ainsi construite et l'"expérience" des multiples pratiques monétaires observables dans le temps et dans l'espace » (Courbis *et al.*, 1990, p. 5).

24. Notre traduction : « *anthropological evidence suggesting that the money creation process has always been an endogenous phenomenon in the history of mankind* ».

25. Notre traduction : « *Any transaction involves three parties, namely a payer, a payee, and a record keeper, that is, a "banker"* ».

26. Notre traduction : « *money has always been endogenous because of the necessarily triangular relationship involving a payer, a payee and a record keeper, even in those ancient times* ».

27. Rochon et Rossi (2013, p. 223) affirment que la monnaie-marchandise n'est pas une marchandise. Nous dirions qu'elle n'est certes pas *que* cela, mais qu'elle est *aussi* une marchandise. Bien sûr, le cours des métaux précieux (l'aspect « marchandise » des monnaies-marchandises) n'est pas un « *non-variable standard of value* » dans la mesure où les cours de marché sont variables. Ne pas être invariable ne revient pas, cependant, à dire que ce n'est pas un standard *du tout* : c'est un standard variable, une convention génératrice de confiance.

28. « [Chick (1986)] shows how money and banking systems developed according to their own logic, through a series of historical stages, in response to the needs of the real economy » (Dow & Dow, 2001, p. 43).

29. C'est par exemple l'approche retenue par Boyer et Coriat (1984) quand ils analysent l'évolution du régime monétaire américain au XIX^e siècle.

30. Parguez (1986), avait quant à lui circonscrit le périmètre de validité d'une telle approche aux économies capitalistes ; limitation que Rochon et Rossi (2013) rejettent de fait.

31. On parle à ce propos d'endométabolisme (Lordon, 1993), c'est-à-dire du fait que chaque compromis porte en lui les germes de sa déstabilisation future.

32. Nous pouvons notamment citer à titre d'exemple le numéro de la *Revue de la régulation* d'automne 2011, coordonné par Mickaël Clévenot et intitulé « Post-keynésianisme et théorie de la régulation : des perspectives communes ». Nous signalons également la multiplication des événements scientifiques qui affichent clairement cette volonté de rapprochement, par exemple, à Grenoble, en décembre 2017, lors de l'International Post-Keynesian And Institutional Conference.

RÉSUMÉS

Cet article a pour but d'apporter une contribution d'inspiration institutionnaliste aux débats qui entourent la question de l'endogénéité de la monnaie. Après avoir rappelé les éléments centraux et le contexte d'élaboration de la théorie de la monnaie endogène chez les post-keynésiens, nous porterons un intérêt particulier à la controverse qui anime les tenants de l'endogénéité dite « évolutionnaire » d'une part, et les tenants de l'endogénéité dite « révolutionnaire » de l'autre. Le point d'achoppement entre ces deux approches renvoie à la mise en perspective historique du concept de monnaie endogène. Il s'agit de savoir si, au cours de l'Histoire, la quantité de monnaie s'est toujours ajustée de manière endogène aux variations de la demande. Pour répondre à cette question, nous proposons d'aborder l'endogénéité de la monnaie en distinguant deux échelles croisées d'analyse. Une première échelle doit séparer le temps long (celui du changement institutionnel) du temps court (celui des ajustements macroéconomiques). Pour chacune de ces temporalités, nous distinguons ensuite l'analyse de l'endogénéité à l'échelle des instruments monétaires de l'analyse de l'endogénéité à l'échelle du système monétaire. L'ajustement de l'offre à la demande de monnaie dans le temps court doit prendre en compte la diversité des instruments monétaires qui constituent le système monétaire étudié ; tandis que l'endogénéité dans le temps long renvoie à l'évolution du poids relatif, au sein du système, des instruments monétaires.

The purpose of this article is to make a contribution to the debates surrounding the endogeneity of money, inspired by institutionalist thinking. After recalling the main elements of endogenous money theory and the context of its emergence among post-Keynesians, we will pay particular attention to the controversy between the proponents of so-called « evolutionary » endogeneity and the supporters of so-called « revolutionary » endogeneity. The stumbling block between these two approaches pertains to the historical dimension of the concept of endogenous money. In other words, it is a question of whether, over the course of history, the quantity of money has always adjusted endogenously to changes in demand. We suggest that to answer this question, the endogeneity of money should be considered by considering two dimensions of analysis. A first dimension regards time, separating long time (that of institutional change) from short time (that of macroeconomic adjustments). For each of these temporalities we then distinguish the endogeneity at the level of monetary instruments from the analysis of endogeneity at the level of the monetary system. The adjustment of supply to demand in the short term must take into account the diversity of the monetary instruments that constitute the monetary system under study; while endogeneity in the long term refers to the evolution of the relative weight of monetary instruments within the system.

Este artículo tiene por objetivo de aportar una contribución de inspiración institucionalista a los debates que rodean la cuestión de la endogeneidad de la moneda. Luego de recordar los elementos centrales y el contexto de elaboración de la teoría de la moneda endógena para los post-keynesianos, pondremos especial interés a la controversia que anima los partidarios de la endogeneidad llamada « evolucionaria » por una parte, y los partidarios de la endogeneidad llamada « revolucionaria », por otra. El punto de obstáculo entre estos dos enfoques remite a la puesta en perspectiva histórica del concepto de moneda endógena. Se trata de saber si, en el curso de la Historia, la cantidad de moneda se ajustó siempre de manera endógena a las variaciones de la demanda. Para responder a esta pregunta, proponemos abordar la endogeneidad de la moneda al distinguir dos escalas cruzadas de análisis. Una primera escala debe separar el tiempo largo (el del cambio institucional) del tiempo corto (el de los ajustes macroeconómicos). Para cada una de estas temporalidades, distinguimos luego el análisis de la endogeneidad a escala de los instrumentos monetarios, del análisis de la endogeneidad a escala del sistema monetario. El ajuste de la oferta a la demanda de moneda en el tiempo corto debe tomar en cuenta la diversidad de los instrumentos monetarios que constituyen el sistema monetario estudiado, mientras que la endogeneidad en el tiempo largo remite a la evolución del peso relativo, en el seno de los sistemas, de los instrumentos monetarios.

INDEX

Mots-clés : monnaie endogène, post-keynésianisme, institutionnalisme monétaire

Keywords : endogenous money, post-keynesianism, monetary institutionalism

Palabras claves : moneda endógena, post-keynesianismo, institucionalismo monetario

Code JEL B25 - Historical; Institutional; Evolutionary; Austrian, B52 - Institutional; Evolutionary, E12 - Keynes; Keynesian; Post-Keynesian, E42 - Monetary Systems; Standards; Regimes; Government and the Monetary System

AUTEURS

THIBAUT LAURENTJOYE

Centre d'Étude des Modes d'Industrialisation (CEMI), École des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS), 105 Boulevard Raspail, 75006 Paris ; thibault.laurentjoye@gmail.com

LÉO MALHERBE

Groupe de Recherche en Économie Théorique et Appliquée (GREThA), Université de Bordeaux 16 avenue Léon Duguit, 33608 Pessac CEDEX ; leo.malherbe@u-bordeaux.fr
