

« La monnaie est un rapport social » Entretien avec Michel Aglietta

mercredi 8 avril 2015, par Michel Aglietta

Dans le contexte de crise globale, de crise de l'Union européenne, de crise de l'euro, de crise de la dette, il est légitime de se reposer la question de la nature de la monnaie. Comment la définiriez-vous ?

La monnaie est un rapport d'appartenance des membres d'une collectivité à cette collectivité dans son ensemble. Un mode d'appartenance qui s'exprime sous la forme d'une dette. Toute monnaie est une dette, quelle qu'elle soit, ce qui donne une certaine unité au phénomène monétaire. Cela ne dépend pas du support de la monnaie, même la monnaie métallique est une dette, car la frappe monétaire par l'Hôtel des Monnaies est sous la contrainte de refonte en métal marchandise par ceux qui détiennent les pièces et qui peuvent rechercher soit un autre usage du métal, soit un arbitrage avantageux avec la frappe dans un autre pays. Cela ne dépend pas non plus du type de société, car cela dépasse l'économie marchande puisque l'institution monétaire s'étend à des sociétés où la monnaie représente la grandeur de celui qui fait un don aux puissances tutélaires de la collectivité. Il y a ainsi à la fois une unité de la monnaie en tant que rapport social et une hétérogénéité des sources d'émission, des sources de dette, ainsi que des formes de souveraineté qui confèrent à la monnaie son acceptabilité générale. On a donc un problème non seulement de quantité, de valeur, mais aussi de qualité. Comme toute dette qui peut circuler est une monnaie, à quel type de monnaie avons-nous affaire ? De la même manière qu'il y a des marques commerciales plus attractives que d'autres pour les consommateurs, il y a des « marques monétaires » vis-à-vis des détenteurs de monnaie. Dans les sociétés contemporaines, ces marques appartiennent aux banques. Mais cette définition rend possibles des émetteurs non-banques.

Comment l'unité de la monnaie peut-elle alors s'exprimer à travers la multiplicité des « marques » ?

Elle s'exprime dans le système des paiements. Selon l'hypothèse de départ, elle est un opérateur social d'appartenance en tant qu'elle réalise la valeur qui ne préexiste pas à l'échange, c'est ce qui fait qu'elle joue le rôle de validation sociale. La valeur n'est réalisée que par le paiement, lorsque celui-ci est final, c'est-à-dire légitime du point de vue de la société, quand l'ensemble des transactions a traversé le système des émetteurs de monnaie pour aboutir au règlement sur les livres de la banque centrale. Pourquoi la banque centrale ? Parce que le bien collectif, public, par lequel se réalise le mode d'appartenance collective, est le

système de paiement qui doit avoir une intégrité. Il doit conserver à la fois son unité et sa capacité à rendre finaux les paiements. Donc la qualité de la monnaie est une caractéristique essentielle de sa définition : le problème n'est pas simplement de savoir quel est le nombre d'unités monétaires à mettre à la disposition de la population, mais c'est celui de l'intégrité du système de paiements, c'est-à-dire, derrière, l'intégrité du système des dettes. La stabilité financière est donc une nécessité monétaire dans la conception où la monnaie est dette.

C'est mieux que le christianisme qui a un dieu en trois personnes. Ici, on a une monnaie en un grand nombre de marques monétaires. Réaliser cette unité implique une légitimité vis-à-vis des individus qui utilisent des signes monétaires différents dans l'univers des monnaies scripturales, celui où la centralisation de ce rapport de légitimité a été constituée au niveau des nations dans ce lien organique État-monnaie, par le biais de la banque centrale. La forme supérieure de la liquidité est toujours donnée par un unificateur (Hôtel des monnaies sous l'Ancien Régime temples dépositaires des trésors dans la Grèce antique) qui tient sa légitimité de la souveraineté.

Que signifie la possibilité d'une confiance unanime, suffisamment codifiée pour être permanente ? Ce qui n'est pas vrai pour les actifs dans le système financier, où les conventions sont fugitives. Mais l'acceptabilité universelle de la monnaie qui doit se reproduire dans le temps n'obéit à aucune nécessité naturaliste. Elle procède de la confiance éthique. C'est pour cela qu'il y a des crises monétaires. Toute crise monétaire est une crise sociale et politique, c'est-à-dire de l'ordre social, avec en particulier la défaillance de l'État, avec la non-acceptabilité de la monnaie ultime : ce qui est alors mis en cause, c'est ce rapport de confiance qui fait que l'appartenance est réalisée.

Quels sont les déterminants de cette appartenance sociale liée à la confiance dans la monnaie ?

L'ordre constitutionnel rassemble et met en forme juridique les dimensions éthique et symbolique de la confiance. D'un côté, le déterminant éthique concerne les principes et les normes. L'éthique renvoie à une idée kantienne et même rawlsienne : la raison est bien au-dessus de la rationalité vue comme l'utilité de Bentham. La raison est la capacité des individus humains à penser et agir moralement, dans le cadre de référents éthiques qui énoncent le devoir être vis-à-vis du collectif.

De l'autre côté, le déterminant symbolique, qui fait appartenance culturelle, qui réunit, est constitué de la culture et des croyances collectives d'un peuple, les éléments profonds qui font l'identité des collectivités. Dans le passé ancien des sociétés sans État, c'est le mythe fondateur suivant lequel a été fondé le collectif. Dans nos sociétés, les référents symboliques sont inscrits dans l'histoire longue qui façonne la culture dans un espace collectif.

L'ordre constitutionnel institue la souveraineté de l'État et la légitimité de la banque centrale ou de l'institution monétaire de manière générale, dépositaire de la monnaie ultime, émettrice de la dette ultime. Cette dette n'a pas les caractéristiques des autres dettes parce qu'elle est revêtue du sceau de la souveraineté. État et banque centrale apparaissent, vis-à-vis de la Constitution, comme faisant partie du même ensemble souverain. On verra vite ensuite, par opposition, l'incomplétude de l'euro.

Qu'est ce qui fait qu'il y a une dette publique et qu'elle n'est pas de même nature que les autres dettes ?

Dès lors que la dette publique est émise dans la monnaie souveraine d'un espace et qu'elle est détenue par des résidents, elle est dérivée de la dette sociale. Celle-ci désigne la dette des individus vis-à-vis de la collectivité produisant la capacité de vivre en commun, qui se décline en biens premiers au sens de Rawls, c'est-à-dire le capital collectif qui produit les biens et services publics. Dès l'instant où l'État est souverain, il y a dette parce qu'il y a une cohérence intergénérationnelle. La dette publique est un impôt différé, ce par quoi nous honorons la dette sociale, la dette de chacun d'entre nous vis-à-vis de la nation, impôt que nous payons à l'État en tant qu'opérateur de la cohérence de la nation. Lorsque l'État n'est pas défaillant, la dette publique ne peut donc jamais être insolvable. L'insolvabilité de la dette publique n'a pas de sens si l'État a une durée de vie infinie, l'appartenance intergénérationnelle n'ayant pas de limite dans le temps.

Pour que cela se réalise, l'État doit avoir avec la banque centrale des liens privilégiés puisque, en tant qu'exécutif, il lui garantit l'attribut de la souveraineté dans son domaine (émettrice de la monnaie ultime), son statut et son capital, et en retour, la banque centrale garantit que la dette publique est prédominante, qu'elle n'est pas de même statut que les dettes privées. Et, puisqu'il y a transfert intergénérationnel de la dette publique, elle peut être détenue par les épargnants, par des acteurs financiers. Mais comme les marchés financiers sont soumis à des stress, à des paniques, à des crises, la dette publique ne doit pas en être affectée. La banque centrale doit, pour ce faire, pouvoir insulariser la dette publique dans les conditions de crise, c'est-à-dire la mettre hors marché. C'est ce qu'ont fait la plupart des pays, encore récemment.

La banque centrale fournit le service de la liquidité ultime. Il y a une demande de monnaie ultime, c'est la préférence pour la liquidité dans la conception de Keynes. La banque centrale est responsable des deux aspects de la garantie de la liquidité :

d'une part, la stabilité de la valeur de la monnaie, la stabilité de l'unité de compte qui est essentielle pour homogénéiser l'espace de la valeur, c'est l'aspect quantitatif ; d'autre part, la stabilité de la structure des dettes, essentielle pour l'intégrité du système de paiements, c'est l'aspect qualitatif. Ces deux aspects vont s'exprimer économiquement par un maintien de l'inflation dans les limites acceptables par la population et par le maintien de la stabilité financière.

Dans votre construction théorique, quel lien conservez-vous entre la monnaie et le système productif ? Si la monnaie joue le rôle de validation sociale que vous décrivez, ne s'agit-il pas de la validation sociale du travail productif ? Ne pourrait-on pas considérer qu'il y a une quatrième source de confiance dans la monnaie, celle qui est apportée par un ordre productif susceptible de procurer la contrepartie réelle de la monnaie qui circule ?

Bien sûr, les dettes ne sont pas émises pour ne rien faire. Elles sont émises en fonction de projets. Qu'est-ce qui fait que les individus aient des rapports les uns avec les autres et avec la société ? C'est l'activité qui nous fait reconnaître comme étant membres d'une collectivité par ce que nous y apportons. La monnaie valide cette activité, mais à travers l'échange seulement. Je me situe dans la perspective de Simmel. La valeur, c'est ce par quoi la société reconnaît, à travers le paiement, notre activité.

Donc, c'est la validation sociale du travail productif ? Est-ce ainsi que vous gardez un lien avec Marx ?

Absolument. Mais une activité n'est productive qu'à travers l'échange. Derrière cela, il y a le « laboratoire secret », mais la valeur n'est pas encore là, contrairement à la conception naturaliste. Dès lors que l'on dit que la valeur est un opérateur social, la société juge valide notre apport quantitativement par l'espace de commensurabilité qu'a permis l'existence d'une monnaie. Ce jugement quantitatif, c'est le travail abstrait qui n'a plus de relation avec l'utilité. L'utilité, c'est finalement le lien social : on ne sait pas trop ce qu'on désire et on reconnaît nos désirs par l'ensemble des liens que nous avons avec tous. C'est donc l'activité pour la société. On n'a pas besoin d'un système de prix préalable à la réalisation des échanges. Le processus qui engendre la valeur et qui fait la coordination, c'est le même : c'est le mécanisme du paiement, qui est l'opérateur de la valeur. Chacun essaie de faire reconnaître quelque chose comme pouvant être une manière de reconnaissance sociale, de trouver sa place dans la division du travail pour contribuer à la valeur sociale produite par l'ensemble, qui est réglée sur les livres de la banque centrale et qui définit cette entité comptable qu'on appelle le produit intérieur brut.

Si on transpose l'analyse au système financier, comment va-t-on l'appliquer pour expliquer la valeur des titres qui, dans une perspective auto-référentielle, n'a pas de rapport avec des fondamentaux, au point de créer un hiatus énorme avec la sphère productive ?

Pourquoi la notion de valeur fondamentale n'existe pas ?

Empiriquement, c'est ce qu'on voit. Un cycle financier a une périodicité de vingt à vingt-cinq ans, une fois lissée la volatilité endémique, qui se déconnecte du cycle des affaires. La dynamique qui régit le cycle de la finance de marché, c'est le *momentum*, c'est-à-dire les mécanismes de divergences cumulatives qui ne s'interrompent que par des crises. La valeur fondamentale, connue de tous, objective, préalable au marché, que le marché ne fait que révéler (c'est la théorie de l'efficience des marchés) implique qu'elle ait un attracteur et que le *momentum* ne soit pas possible. Or, si on vit dans un univers où le *momentum* apparaît comme étant le mode opératoire de la finance, il faut arriver à comprendre pourquoi c'est possible.

Si on regarde de près ce qu'il y a derrière la valeur fondamentale, qui relève de l'hypothèse d'efficience, on a l'idée que les acteurs financiers anticipent quelque chose de déjà objectif. S'il y avait une valeur fondamentale de l'économie réelle, ce serait quelque chose qui pourrait être reconnu par la finance comme le vrai prix des actifs, donc du capital produisant des flux futurs, mais c'est une aberration philosophique. Qu'est-ce que c'est que le temps objectif des phénomènes, des relations, qu'elles soient économiques, mécaniques ou biologiques ? Le temps objectif a une flèche qui ne va que du passé vers le présent. Or, que fait la finance ? Elle fait un retour du futur sur le présent : l'anticipation du futur fait réflexion sur l'action présente. Il est absolument impossible au plan épistémologique que ça puisse être le même temps : le temps de réflexivité est le temps contrefactuel des croyances. Les économistes qui racontent qu'il y a homogénéité du temps, que la flèche du temps des processus objectifs est la même chose que le temps réflexif qui revient, ne comprennent rien à ce qu'est le temps. L'incertitude, qui n'a rien à voir avec le risque, est liée à cela : le temps subjectif des croyances est hétérogène au temps objectif des processus. Il est impossible de penser une valeur qui existe déjà, qui néanmoins n'apparaît qu'à travers les marchés financiers et surtout par un processus qui ne peut pas être objectif, c'est-à-dire le processus subjectif du retour du futur. L'indétermination des prix des actifs se situe là : les futurs possibles sont indéterminés parce que l'espace des croyances est *a priori* illimité, l'invention humaine est fantastique.

Comment peut-on définir les croyances ?

Les croyances sur les prix sont des supputations sur l'avenir. Le phénomène du marché est qu'il peut se polariser sur une seule croyance. Dans le modèle mimétique, la croyance sur laquelle on se polarise devient une réalité imaginaire du marché, qui fonctionne parce qu'il y a cet effet de réflexivité sur l'action, donc sur le réel ; mais ce n'est pas le réel lui-même qui se projette dans le futur, ce que serait la valeur fondamentale. Cela crée une instabilité potentielle de la finance, parce qu'une croyance existe à un moment, une autre peut exister à un autre moment.

Au contraire, l'efficience est une équation d'arbitrage entre les actifs qui égalise tous les rendements de tous les actifs, de dette, d'immobilier ou de tout élément de richesse, d'où le théorème de Modigliani-Miller [1]. Si l'on regarde l'équation d'un

actif immobilier ou d'une action, c'est l'arbitrage de l'actif avec lui-même. D'un côté, vous avez la définition de la valeur fondamentale (espérance du rendement + espérance de la valeur fondamentale future / valeur fondamentale), qui est le rendement de l'actif supposé suivre la valeur fondamentale. De l'autre côté de l'équation, vous avez le taux de rendement naturel qui est inconnu + la prime de risque du même actif qui est également inconnue. Deux variables inconnues dans une équation qui ne détermine rien. La valeur fondamentale est intrinsèquement indéterminée. Il peut donc exister des quantités de régime de dynamique de la finance.

Pourquoi le *momentum* s'impose depuis trente ans ? Il faut introduire le lien entre les comportements patrimoniaux de détention de richesse et l'endettement. Si on introduit l'endettement, on obtient des cercles qui s'entretiennent sans effet de retour possible. Quand vous êtes dans une bulle, vous avez intérêt à y rester, comme le prêteur, car il prend le même actif en collatéral, il fait la même anticipation que vous qui cherchez à acquérir de la richesse.

Si toutes les anticipations vont dans le même sens, la bulle pourrait être infinie. Pourquoi se retournent-elles ?

Si on regarde les prêteurs qui ne sont pas une entité sociale, mais une multiplicité de marques monétaires, avec un problème de qualité des dettes, au fur et à mesure que se développe la dérive de l'endettement pour ce processus de valorisation des actifs, la structure de financement se déforme. Pour prêter, les banques s'endettent entre elles pour une durée de plus en plus courte et de moins en moins à des non-banques comme les fonds de pension en puisant sur l'épargne. Il y a une densification des processus de contreparties internes au système d'endettement, une multiplication des chaînes intermédiaires, une réduction des échéances de prêts pour obtenir des taux les plus bas possibles, et un levier croissant. Donc des vulnérabilités structurelles s'installent, dans l'opacité du fait des innovations financières.

Le modèle du pousse-au-crime de la dérive de l'endettement est le modèle *VaR* de la *value at risk* : au fur et mesure que s'apprécient les prix des actifs qui font l'objet de la spéculation, la densité de probabilité des pertes et des gains du crédit qui en est la contrepartie va aller du côté des gains. La *value at risk* va se réduire, les provisions pour risques qu'on fait diminuent, et on a du capital excédentaire qu'il faut absolument prêter puisqu'on est sous la contrainte de rendement. L'actif fait monter le rendement, donc, moi qui prête, je dois arriver au même rendement, levier ou pas. Cette dynamique entraîne des vulnérabilités invisibles. Pour qu'elles soient visibles, il faudrait faire des tests de stress en permanence pour radiographier le système bancaire et voir où sont les mécanismes de financement pseudo-bancaires, les ABS (*asset-backed securities*) achetés par les *money market funds* [2], qui sont financés par des quasi-dépôts, mais sans le contrôle bancaire.

Que peuvent faire les banques centrales ?

Elles finissent par agir, car elles voient bien que les règlements

deviennent plus difficiles avec la multiplication des cellules de financement de l'économie, c'est-à-dire de la spéculation, comme un cancer. On l'avait constaté au moment de Greenspan à la tête de la FED, la fonction de réaction de celle-ci déviait de la fonction de Taylor dans les deux sens, mais de manière asymétrique : elle déviait plus à la baisse quand la crise était arrivée. Néanmoins, on voit la montée dans les périodes de spéculation immobilière forte. La banque centrale élève les intérêts plus que ne le dirait la fonction de Taylor [3]. La banque centrale peut être celle qui produit le renversement. Ce n'est pas ça qui s'est passé, bien que la FED ait monté le taux d'intérêt entre 2004 et 2006 de 1 à 5,25 %. Mais le taux d'intérêt long ne bouge pas (il faudrait prendre en compte l'aspect international et global du phénomène). C'est le schéma Ponzi [4] : la boule de neige s'auto-entretient tant qu'il y a quelqu'un pour acheter. Mais comme la population est finie, il devient de plus en plus difficile de démarcher de nouveaux acheteurs. On a raclé les fonds avec les *subprimes* en allant chercher des gens qui n'avaient pas de revenus : « ça ne pose pas de problème, on vous donne du crédit, achetez ce bien immobilier ! ». Mais à un moment donné, il n'y a plus personne. Même les dérivés font partie de l'engagement des banques. Elles doivent se préparer à prêter et il faut finir de prêter par quelqu'un qui achète les actifs. Les arbres ne montent pas à l'infini : plus on atteint un *momentum* à un niveau élevé, plus le phénomène du *momentum* en sens contraire va jouer avec une ampleur considérable.

On a vu comment on se dégage de la notion d'efficience, comment se dégage-t-on de la notion d'un taux d'intérêt normal ? Selon Wicksell, il y a un taux d'intérêt optimal correspondant à la situation où toutes les ressources de l'économie sont utilisées optimalement. Mais le taux d'équilibre naturel ne va pas suivre cela : il va être fonction croissante de la dette étant donné qu'il est le taux de rendement de l'ensemble des actifs qui s'égalise à celui des dettes. Mais lorsque le crédit se développe et qu'augmentent les valeurs d'actifs, le taux naturel va monter avec. Il est très possible, compte tenu de la méconnaissance des risques qui sont des fragilités cachées, que le taux de marché piloté par la banque centrale n'arrive jamais à rattraper l'autre. On a alors une courbe croissante entre le taux d'endettement exprimé en flux (l'endettement nouveau sur le PIB) et le taux naturel.

Mais si la crise est extrêmement forte, la baisse des prix des actifs fait baisser tous les rendements, le crédit se restreint car toutes les pertes se révèlent, le taux naturel devient négatif, on tombe dans la trappe à la liquidité de Keynes, et on ne maîtrise plus le processus de déflation des dettes au sens de Fisher [5]. Le risque systémique est donc à l'intérieur du système financier lorsque les vulnérabilités se réalisent.

En continuant ce modèle qui relie les banques individuelles et l'ensemble du système bancaire, on peut voir que si on veut maintenir malgré tout la valeur faciale des crédits que les banques ont accordés au secteur non financier, alors que la valeur de leur capital baisse encore plus que la valeur des actions, il faut que les dettes des banques puissent augmenter pour maintenir l'équation comptable. Il faut alors que les non-

banques acceptent de prêter aux banques puisque celles-ci ne se prêtent plus entre elles. Mais les non-banques privées n'accepteront pas. D'où la nécessité du prêteur en dernier ressort. Seule la banque centrale peut prêter suffisamment pour sauver la valeur faciale des crédits bancaires. Éventuellement, elle ne prêtera pas assez, mais le prêteur en dernier ressort est une nécessité logique : l'intégrité du système des paiements en dépend.

Comment interpréter la crise de l'euro ?

L'ordre constitutionnel n'existe pas dans la zone euro. On a créé, par un traité international, une entité qui s'appelle Banque centrale européenne, qui est de nature fédérale, alors qu'il n'y a pas de constitution fédérale. On a fait de l'euro une monnaie hybride, commune aux citoyens dans la sphère des échanges, mais étrangère aux États. La dette publique, qui devrait être d'un ordre différent, comme on l'a vu, est alors dégradée au rang de dette privée. Tout se passe comme si les pays membres de la zone euro étaient endettés en monnaie étrangère. À chaque fois qu'un pays est endetté en dette étrangère, son insolvabilité devient possible, et se produit souvent ; surtout, si la dette est détenue par des non-résidents, pour qui la dette est un actif privé comme un autre. C'est la différence entre la Grèce, où les oligarques ont retiré leurs capitaux, et le Japon, où les institutions de retraite nationales doivent détenir la dette publique.

Pourquoi cette construction de l'euro est-elle bancaire ?

Il y a eu au départ, dans les années 1970, la volonté de construire une zone monétaire européenne pour échapper à l'instabilité du dollar et du système monétaire international (SMI). C'est le plan Werner qui propose de créer une union budgétaire et une entité politique commune, comme condition d'une monnaie commune. Le rapport Delors, élaboré en 1989 par un groupe composé uniquement de banquiers centraux, vingt ans plus tard, est le résultat d'un basculement théorique, politique et idéologique : c'est le néolibéralisme qui a produit l'Acte unique reposant sur l'hypothèse d'efficience des marchés.

Mais on peut aller plus loin dans l'explication de l'incomplétude de l'euro. Il faut un véritable ordre institutionnel européen pour avoir une monnaie unique complète. Ce qui implique d'avoir une conception commune de la souveraineté. Or les conceptions allemande et française de la souveraineté sont différentes et irréconciliables. Pour sortir de cette opposition et trouver une voie commune, il faut distinguer la notion habermassienne de fédération d'États et la notion d'État fédéral.

L'ordre constitutionnel allemand est fondé sur la loi fondamentale qui cristallise les normes morales du peuple allemand, et qui est au-dessus du pouvoir du Bundestag. Le pouvoir supérieur est la Cour constitutionnelle. Ce qui est très différent de la conception française de la souveraineté républicaine. Quand la Bundesbank, institution indépendante des élus, intervenait pour fixer la norme salariale, celle-ci était prise en compte par les négociations salariales. Un des problèmes de l'Europe est que les formes institutionnelles

nationales régulant le rapport salarial sont très hétérogènes.

En France, le pouvoir instituant de la loi est celui de l'Assemblée nationale, représentant le peuple, qui peut modifier la Constitution, ce qui n'est pas possible en Allemagne car la loi fondamentale est réputée intouchable.

En 1994, Lamers, président de la CDU, propose aux Français de mettre en place avant la création de l'euro un gouvernement commun, qui aurait été le volet politique complétant Maastricht. Devant le refus des Français, les Allemands ont demandé d'instituer des normes budgétaires, comme condition pour aller vers l'euro. C'est l'origine du fameux Pacte de stabilité avec sa règle de 3 % maximum de déficit public/PIB. Ainsi, l'absence de construction politique en Europe, liée à ces conceptions opposées de la souveraineté, est à l'origine de l'incomplétude de l'euro, ce qui est très difficile à surmonter.

Pourtant, il y a aujourd'hui une préférence révélée des pays membres pour sauvegarder l'euro. Mais la gouvernance politique de l'Europe est figée dans les positions conflictuelles des gouvernements qui cherchent à faire prévaloir leurs intérêts vis-à-vis des autres. Il ne peut se dégager aucun intérêt européen, seulement des compromis fugaces au bord de l'abîme.

Pour aller au-delà, il faudrait définir des domaines de souveraineté partagée, ce que la crise pousse à réaliser. L'Union bancaire européenne en est une illustration : la supervision bancaire est devenue fédérale, ce qui était perçu comme nécessaire pour stabiliser le système bancaire européen. Toutefois, l'union bancaire est restée au milieu du gué par incapacité de s'entendre sur les deux autres volets d'une union bancaire complète : la résolution des faillites bancaires, par le mécanisme européen de stabilité, et l'assurance commune des dépôts qui a été purement et simplement laissée de côté. Dans le futur, le débat va se constituer sur des questions telles que la politique budgétaire et l'assurance-chômage, dans le contexte de la stagnation séculaire. Il faudrait préserver les semestres européens pour la régulation des politiques budgétaires nationales, mais passer du carcan de règles indépendantes des conditions macroéconomiques et ignorantes des interdépendances entre les pays à une coopération active des politiques macroéconomiques, pour aboutir à des programmes de stabilité budgétaire compatibles. Il faut que des institutions de statut européen (Institut budgétaire européen examinant les programmes budgétaires nationaux dans leurs interdépendances, intervention du Parlement européen pour présenter ses recommandations sur le rapport de l'Institut, obligation du Conseil européen de tenir compte de ces recommandations) dessinent un domaine limité mais essentiel de souveraineté partagée.

On voit poindre le moment où l'on va avoir la cohabitation de trois, voire quatre types de monnaie : la monnaie officielle d'origine bancaire chapeauté par les banques centrales, la monnaie ou quasi-monnaie du *shadow banking*, les monnaies locales, et les monnaies virtuelles de type *bitcoin*. Comment les banques centrales peuvent-elles jouer leur rôle, sachant que

certaines de ces monnaies ne sont pas émises par des banques ?

La question essentielle est de savoir en quoi les monnaies complémentaires, qui sont en réalité plutôt des « marques monétaires », font partie de « la monnaie », et quel est leur lien avec le système de paiements. Les monnaies électroniques, du type Monéo, ne posent aucun problème dans la mesure où elles sont un prolongement de la monnaie bancaire. Autre question : s'agit-il de circuits monétaires purement fermés, sans convertibilité, comme c'est le cas pour les SEL, ou ouverts sur l'ensemble du système monétaire. S'il y a convertibilité, il faut distinguer deux cas. D'un côté, les monnaies complémentaires locales, qui sont de purs instruments de transactions, qui sont fondantes et ne peuvent servir d'instruments de réserve ; ces monnaies ne gênent pas la banque centrale car elles n'ont pas d'impact sur la stabilité monétaire. De l'autre côté, en revanche, les monnaies complémentaires virtuelles, le plus souvent internationales et qui correspondent à une marque forte, telle qu'Ali Baba ou Google, posent un problème car elles ne sont pas fondantes, et sont des monnaies de crédit de plein exercice qui ont un espace de circulation immédiatement mondial via Internet. Des problèmes énormes se posent. Ces marques monétaires définiront-elles leurs propres unités de compte privées, comme le faisaient les marchands banquiers du Moyen Âge, créant leur propre système de compensation et de règlement dans le circuit des villes de foire ? Les entrées et sorties de capitaux dans et hors des systèmes monétaires nationaux par les arbitrages véhiculés dans ces monnaies virtuelles pourraient créer de fortes instabilités des changes. Les banques centrales n'auront pas d'autre choix que de traiter les émetteurs de ces monnaies virtuelles comme des banques transnationales. Mais cela implique l'émergence d'une régulation monétaire mondiale, donc d'une forme ultime de liquidité qui soit transnationale.

Il n'est pas sûr que la BCE et la Fed américaine aient les mêmes conceptions concernant la régulation des monnaies virtuelles complémentaires. Mais les problèmes qui pourraient en résulter feront avancer le débat sur la création d'une monnaie internationale. La nécessité d'une gouvernance monétaire globale s'imposera.

Vous considérez que la question du développement durable est cruciale et que « la valorisation de la nature passera par la monnaie ». Peut-on transformer la nature, qui aurait selon certains une valeur économique intrinsèque, en capital naturel ?

La notion de valeur économique intrinsèque de la nature est une absurdité puisqu'on a vu que la valeur est un lien social, un contrat social. Elle n'a de sens qu'en relation à l'activité humaine. Comment pourrait-on concevoir une valeur au-delà des considérations de la société ? Quelle pourrait en être la source ? Si cette source est hors de l'humain, qui a la légitimité de la déclarer et de l'imposer comme principe d'une politique à l'égard de la nature ? On rencontre des questions philosophiques inextricables.

En revanche, il faut dépasser la vision économique du PIB et

avoir une conception généralisée du *welfare*. On ne peut pas l'avoir à partir d'une logique utilitariste, car le bien-être social ne peut pas résulter d'une agrégation de préférences individuelles [6] ; il faut une procédure sociale, un rapport politique, un principe éthique, un principe de justice qui renvoie au rapport d'appartenance collective et qui désigne ce qui apparaît comme soutenable. C'est la notion de bien premier de Rawls ou de capabilité de Sen. Ce qui va rendre soutenable la croissance, c'est ce qui va permettre aux plus défavorisés d'avoir accès aux caractéristiques de la citoyenneté. Ce qui est important pour mener les politiques économiques, c'est le processus productif permettant de produire ces caractéristiques ; d'où la nécessité d'avoir une vision généralisée du capital. Ce qui produit le bien-être social, c'est bien plus que le capital productif comptabilisé.

Entre 2011 et 2013, les émissions de gaz à effet de serre ont baissé en Europe mais le chômage a augmenté. Il faut pouvoir mettre en rapport le coût social du chômage et le gain social des émissions.

Quel pourrait être le quantificateur commun ?

Pour cela il nous faut des prix. Beaucoup d'écologistes disent : « vous économicisez l'écologie » ; mais il s'agit d'une confusion entre prix de marché et prix comme contrat résultant d'un débat social. Le niveau politique dépend de la nature de l'externalité. Pour le carbone, il y a externalité globale, donc la nature de l'externalité est homogène et mondiale, ce qui n'est pas le cas de la biodiversité où il y a une imbrication de niveaux locaux et globaux d'externalités. Tous ceux qui sont affectés par une externalité spécifique doivent pouvoir, par débat raisonné, constituer une compétence collective et décider de la valeur qu'ils accordent à la réduction de l'externalité. C'est la question de la démocratie économique. C'est ainsi que je vois la notion de valorisation. C'est un processus qui s'accomplira au fur et à mesure que progressera la conscience collective. Croissance soutenable va donc de pair avec une extension de la démocratie réelle.

Entretien réalisé par Jean-Marie Harribey et Dominique Plihon le 11 février 2015

Notes

[1] Le théorème des deux économistes Modigliani et Miller stipule que, en l'absence d'impôts et de coûts de transaction, la valeur des actifs économiques ne dépend pas de la façon dont ils sont financés (par des capitaux propres ou par emprunt). De plus, il affirme que la distribution de dividendes n'affecte pas les prix de marché et la politique d'investissement. En arrière-plan, il y a l'hypothèse de concurrence parfaite sur les marchés financiers.

[2] Les ABS sont des titres adossés à des actifs, structurés à partir de crédits bancaires et de créances commerciales. Les *money market funds* sont des fonds spécialisés dans la collecte et la gestion des ressources monétaires à court terme ; s'apparentent à ces fonds les SICAV françaises.

[3] La fonction dite de Taylor relie le taux d'intérêt directeur de banque centrale à l'écart entre l'inflation constatée ou anticipée et la cible d'inflation, et à l'écart entre la croissance économique réelle et la croissance potentielle. Si ces deux écarts sont positifs, la banque centrale aura tendance à augmenter son taux directeur pour calmer l'inflation ou la surchauffe économique. Cela dit, la réaction de la banque centrale peut varier selon qu'on est système de changes fixes ou flexibles.

[4] Du nom de Charles Ponzi qui monta au début du XX^e siècle, aux États-Unis, un système frauduleux où la rémunération des prêteurs est assurée par de nouveaux prêteurs, jusqu'au jour où cela ne suffit plus et que le mécanisme est mis au jour. L'économiste post-keynésien Hyman Minsky a montré que les entreprises pouvaient faire appel à un endettement prudent (les charges de remboursement et d'intérêt sont inférieures aux profits escomptés), ou à un endettement spéculatif (au début les charges sont inférieures aux profits, puis elles les dépassent), ou à un endettement de type Ponzi (aucune charge ne peut être honorée sans faire appel à un endettement supplémentaire). Seul le premier type d'endettement est viable selon Minsky.

[5] Fisher a montré que le surendettement pouvait mener à la crise (c'est la crise de 1929 qui lui fera adopter ce point de vue), et que les dettes pouvaient ne pas être remboursées, d'où la déflation. Il préfigure les analyses ultérieures de Keynes et de Minsky.

[6] C'est le paradoxe de Condorcet repris et développé dans le théorème d'Arrow.