

# L'ambiguïté historique du monétarisme libéral

Pierre-Cyrille Hautcœur

Chapô xxx x xx x xxx x x xxxxxxxxxxxxxx xx x xxx  
 x xxx x x x xxxxxxxxxxxxxx x x xxxxxxxxxxxxxx x xxxxxx x x  
 xxxxxxxxxxxxxx xxxxxxx xxxxxx x x xxxxxxxxxxxxxxxxxxx xxxxx xx xxx  
 xxx xxx xx x xxx x x xxxxxxxxxxxxxxxxxxx xx x xxx x xxx x x x  
 xxxxxxxxxxxxxx x x xxxxxxxxxxxxxx x xxxxxx x xxxxxxxxxxxxxx

**D**epuis les économistes classiques, la théorie économique traite de la monnaie de manière ambiguë : d'un côté, les institutions monétaires sont l'objet de discussions détaillées, de l'autre, les ajustements des marchés réels (les biens, le travail, la terre, le capital) sont étudiés sans tenir compte de l'impact que pourraient avoir les perturbations monétaires sur leur fonctionnement. On se demande alors si la monnaie est ou devrait être un « voile » (Jean-Baptiste Say) au sens où la quantité de monnaie en circulation est sans effets sur les échanges « réels ». Cette manière d'envisager le problème a été remise à l'honneur, à la faveur des polémiques suscitées par l'Ecole monétariste de Chicago. Toutefois, il est d'autres manières d'envisager la question controversée du statut de la monnaie dans nos sociétés libérales. Quiconque, par exemple, s'attache à observer comment, historiquement, la monnaie a été produite et diffusée, est vite conduit à se demander : par quels canaux a-t-elle été manipulée, par qui et à quelles fins ? Poser cette question, c'est interroger à la fois la pratique

**Pierre-Cyrille Hautcœur** est directeur d'études à l'Ecole des hautes études en sciences sociales, chercheur à l'Ecole d'économie de Paris. Il a publié entre autres *Monnaie, banques et marchés financiers*, avec F. Mischkin, Ch. Bordes et D. Lacoue-Labarthe, Pearson (2<sup>e</sup> éd. 2007), *Le Marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle* (dir.), Publications de la Sorbonne, 2007.

concrète des gouvernements et des Banques émettrices et les justifications invoquées à l'appui de ces pratiques.

Un « couple » classique est souvent évoqué, dans cette perspective, celui de la France et de la Grande-Bretagne. Cette dernière fournirait l'exemple des vertus d'une gestion « libérale » de la monnaie, la France illustrant souvent les errements de l'étatisme. La réalité s'avère plus nuancée, et permet de jeter un regard neuf, éclairé par la durée historique, sur la question de l'indépendance de la Banque centrale européenne, au sein même de perspectives libérales.

### ■ France et Grande-Bretagne : un cas d'école ?

De la Glorieuse Révolution de 1688 à 1931, la Grande-Bretagne aurait représenté l'idéal-type d'une politique monétaire « libérale » encadrée par une monarchie constitutionnelle et parlementaire. Les finances publiques étaient discutées au Parlement dans une relative transparence. La masse monétaire augmentait peu à peu, efficacement contrôlée par la Banque d'Angleterre... En face, la France aurait constitué – au moins au XVIII<sup>e</sup> siècle, puis de nouveau à partir de 1914 – l'exemple d'une gestion autocratique et anti-libérale des finances publiques. Jusqu'à la Révolution, la dette publique française (qui atteignait en 1789 environ 80 % du PNB) n'était pas unifiée, mais fragmentée en différentes formes (rentes perpétuelles ou viagères, tontines, obligations, offices) et entre différents groupes sociaux. La plus grande partie de cette dette n'était pas échangeable sur un marché et, même quand elle l'était, les obstacles à l'échange étaient nombreux. La gestion de la dette publique était largement politique, livrée à la discrétion du roi : lorsque l'Etat était en difficulté, il choisissait tout simplement de faire défaut sur un segment de sa dette. Bien sûr, les groupes détenteurs de la dette qui souffraient le plus des faillites partielles de la monarchie d'Ancien Régime étaient les moins puissants politiquement. Cela n'a pas empêché la stabilité monétaire (le franc, ou livre, étant convertible en or et en argent) de 1722 à 1789, mais cela expliquerait pourquoi, malgré une dette publique inférieure à l'anglaise, la France dut recourir à la création monétaire massive des assignats (qui s'acheva en hyperinflation) puis à la faillite des deux-tiers (en 1797) lors de la Révolution. L'adoption à la Restauration du « modèle » britannique « libéral », avec Banque d'émission (la Banque de France) et autorité du Parlement sur le budget, stabilité monétaire et équilibre budgétaire, fut la conséquence de cet échec, non remise en cause jusqu'en 1914.

Cette présentation de l'histoire est en partie d'ordre mythologique. D'un côté, on aurait l'exemple d'une gestion politicienne, clientéliste,

conduisant à une dette astronomique accumulée par l'Ancien Régime, qui aurait mené la Révolution à la faillite. De l'autre, la prudence d'un système « libéral » où, pendant plus de deux siècles, la Banque centrale et le pouvoir politique représentatif se seraient mutuellement équilibrés et contrôlés dans leur gestion de la dette et de la monnaie.

En réalité, les choses furent nettement plus complexes. Le contrôle des finances publiques anglaises a été largement confisqué par les *Whigs*, les ancêtres des *liberals* de 1830. Ce groupe, soudé par des intérêts à la fois religieux (anti-papistes), diplomatiques (anti-français) et économiques, était à la fois actionnaire dominant de la Banque d'Angleterre, gros détenteur de la dette publique et assez puissant au Parlement pour le contrôler la plupart du temps. Parlement et Banque d'Angleterre dépendaient du reste l'un de l'autre : la Banque dépendait du Parlement pour exister comme émetteur privilégié de billets ; le Parlement passait par elle pour emprunter. Les *Whigs* freinèrent l'élargissement du corps électoral pour éviter que le Parlement risque de prendre des décisions défavorables aux détenteurs de la dette publique. Le suffrage universel ne sera adopté qu'à la veille de 1914, bien après la France. En fait de régime « libéral », le gouvernement anglais était en fait contrôlé par des groupes sociaux privilégiés, qui finançaient les intérêts de la dette publique par des impôts très élevés sur la consommation (donc sur les catégories sociales les plus modestes). Ils maniaient avec talent une propagande caricaturant leurs ennemis catholiques (les Stuart) ou Français en absolutistes incapables d'une gestion économique raisonnable, ce qui n'empêchait pas la dette publique comme le niveau de la fiscalité de l'Angleterre en 1789 de dépasser largement ceux de la France.

Quant à la France, le pouvoir du roi était en partie contrebalancé par des institutions comme les Parlements. Les événements dramatiques de La Fronde ou plus tard de la chouannerie montrent que le pouvoir central était moins fort en France qu'il n'y paraît (moins fort, certainement, qu'en Angleterre). La critique pour absolutisme a émané des plus féodaux des nobles d'Ancien Régime (e.g., les *Mémoires* de Retz) tout autant que des parlementaires jaloux de leur autonomie ou des révolutionnaires tâchant de démontrer la supériorité de leur nouveau régime : elle ne saurait faire passer la monarchie de Louis XVI pour une tyrannie au sens de Montesquieu.

Il reste que l'imaginaire politique qui a sous-tendu les régimes français et anglais était bien différent : d'un côté, un monarque de droit divin supposé prendre des décisions pour le Bien du corps politique du pays – et dans son prolongement laïcisé, la notion rousseauiste d'intérêt général –,

de l'autre, un Parlement censé en premier lieu préserver les libertés d'agir et d'échanger, garantes supposées du bien commun.

## — Hyperinflation et (in)dépendance de la Banque centrale

L'historiographie nuance aussi les explications de l'épisode des assignats révolutionnaires : celle qui en attribue l'origine à la dette publique héritée de Louis XVI comme celle qui y voit l'effet de l'incompétence économique des révolutionnaires. On l'a vu, comparée au Pib, la dette publique française était moins importante en 1789 que celle de la Grande-Bretagne. D'ailleurs, la dette peut s'accumuler à des niveaux considérables sans menacer la stabilité monétaire : en 1815, elle atteindra près de trois fois le Pib de la Grande-Bretagne.

Les révolutionnaires français ont-ils géré la monnaie de façon hasardeuse ? En 1789, inspirés par une vision physiocrate, ils ont réformé le système fiscal en vigueur en supprimant nombre d'impôts pour les remplacer par un impôt foncier. Or le cadastre nécessaire à un tel impôt ne fut pas achevé avant 1850, de sorte que les recettes publiques révolutionnaires diminuèrent. La guerre, civile et extérieure, allait achever de vider les caisses de l'Etat.

La nationalisation des biens du clergé permettait de résoudre la question financière à un prix politique acceptable, mais se heurtait à un problème de liquidité : impossible d'attendre que les « biens nationaux » fussent vendus pour financer la guerre. Les assignats devaient servir à régler ce problème de liquidité, leur valeur étant garantie par celle des biens nationaux. Ils permettaient aussi de remplacer les onéreuses et peu commodes monnaies métalliques par un papier monnaie moderne. Mais l'émission effrénée d'assignats par l'Etat (et accessoirement la multiplication de faux assignats, notamment par... l'Angleterre) conduisit à une perte radicale de confiance dans ce papier-monnaie, qui perdit toute valeur. Certes, la monnaie fut stabilisée à sa parité métallique antérieure tandis que la dette publique était réduite autoritairement des deux-tiers et la Banque de France créée pour rassurer les créanciers, mais ces violentes redistributions affaiblirent la cohésion nationale et la capacité financière de la France. Il reste que, sans le recours aux assignats, la Révolution française eût sans doute été écrasée par les monarches de Prusse et d'Autriche, avec l'appui des libéraux comme des conservateurs britanniques.

Cet épisode met en évidence une caractéristique de toutes les périodes de crise majeure, françaises comme étrangères : lorsque des intérêts nationaux vitaux sont en jeu, le recours à l'inflation apparaît comme le moyen

de sauver l'unité et le lien social. Il n'en est pas allé autrement, par exemple, en Allemagne, aux commencements de la République de Weimar : le régime politique était aussi fragile que jeune, soumis aux exigences de réparations imposées par le traité de Versailles, déstabilisé par des menaces de coups d'Etat. L'inflation française au lendemain des deux guerres mondiales relève de la même logique, non de l'incompétence par laquelle on l'explique parfois. D'ailleurs, pas plus que les autres belligérants directement frappés, la Grande-Bretagne elle-même n'y a échappé après 1945.

Pourtant, c'est dans ces épisodes traumatiques d'hyperinflation que l'argumentation libérale en faveur de politiques monétaires neutres puise sa force de conviction, faisant de l'absence d'inflation leur objectif exclusif, et requérant un ancrage nominal qui garantisse leur autonomie face aux politiciens. Après l'étalon-or, ou dans certains pays l'ancrage sur une devise extérieure (le récent currency board argentin de triste mémoire), l'indépendance de la BCE est le dernier avatar de cette hantise : soustraire la monnaie à un pouvoir politique discrétionnaire. L'indépendance de la Bundesbank était la conséquence du désir partagé par tous, vainqueurs et vaincus, de ne pas voir se répéter une crise comme celle de la République de Weimar, considérée comme l'une des origines de l'avènement du nazisme et de la guerre. Pourtant, qui soutiendra sérieusement que les statuts actuels de la BCE prémunissent l'Union européenne des tentations de manipulation de la monnaie auxquelles les Etats finissent tôt ou tard par céder en cas de crise majeure ? Si l'Europe elle-même était menacée dans son existence, l'hyper-inflation pourrait se révéler de nouveau le moins mauvais expédient envisageable.

Par delà l'argument fictif, hérité de la Bundesbank, du rempart contre l'hyper-inflation, l'indépendance inscrite dans les statuts de la BCE vise plutôt, en réalité, les expériences d'inflation rampante de la fin des Trente glorieuses. Au cours de la décennie qui a entouré le choc de 1973-1974, en effet, les principaux pays occidentaux, aujourd'hui membres de l'Union, ont connu une situation plutôt inédite : la croissance restait forte, l'inflation approchait les 10 %, avec des pics autour de 14 % ; le chômage structurel n'existait quasiment pas. Dans ce contexte, les mouvements sociaux et syndicaux furent assez puissants pour imposer des hausses des salaires réels au-delà des gains de productivité, tandis que l'inflation fournissait la diminution compensatrice des revenus réels du capital. La leçon de cet épisode semble être qu'une inflation substantielle mais contrôlée, associée non à une création monétaire inconsidérée mais à une croissance forte et à un fort pouvoir des salariés, induit un partage de la valeur ajoutée nationale plus favorable aux salaires qu'aux revenus du capital sans

effet négatif sur la croissance. Plusieurs faiblesses à ce raisonnement sont cependant relevées : les détenteurs de revenu du capital peuvent fuir si d'autres pays les traitent plus favorablement ; l'inflation peut s'accélérer si des mécanismes cumulatifs se mettent en place. Ces deux arguments (surtout le second) ont conduit à la mise en place des politiques de stabilisation anti-inflationnistes à partir de 1979, d'abord en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, puis partout en Europe, où cette politique a non seulement réduit l'inflation, mais eu des effets redistributifs forts : si, à la fin des années 70, 70 % de la valeur ajoutée étaient distribués aux salaires en France, aujourd'hui, cette part est inférieure à 50 %.

Cette « correction », qui a eu des effets redistributifs majeurs en faveur du capital et des hauts revenus, a-t-elle prouvé son efficacité économique ? Il n'existe pas aujourd'hui de preuve convaincante que cette orthodoxie monétaire ait été bénéfique, au niveau de la zone euro, en termes macro-économiques. Le sens du statut actuel de la BCE est donc profondément ambigu. Serait-ce à seule fin de pérenniser l'effet redistributif des années 80 ? L'indépendance à l'égard du pouvoir politique permet de la soustraire en partie à l'influence des groupes de pression politiques – ce qui ne veut pas dire qu'elle soit à l'abri de tout ! Mais les moyens mis en œuvre pour maîtriser l'inflation ont eu des retombées négatives en termes d'équité qui sont déniées, sans que toutes leurs conséquences soient favorables en termes d'efficacité économique. Or, si la stabilité monétaire fait certainement l'unanimité comme objectif de la politique monétaire en période normale, le détail de sa mise en œuvre (inflation nulle ou inflation modérée ?), les modalités d'arbitrage avec d'autres objectifs (chômage, croissance) et les conditions économiques et politiques de sa réalisation en revanche, font l'objet de débats légitimes, contrairement aux affirmations dogmatiques sur l'indépendance absolue des banques centrales.

## — Libéralisme économique et démocratie

Les procès récurrents intentés à la BCE trouvent une de leurs origines dans cette ambiguïté du positionnement de la Banque centrale et dans le rapport conflictuel du libéralisme économique à la démocratie libérale. D'un côté, en effet, la tradition économique libérale s'efforce de rendre la monnaie « naturelle », neutre par rapport aux conflits politiques, en la plaçant hors des mains de l'Etat (ou plutôt, significativement, des gouvernements, selon le discours libéral). La BCE est un cas exemplaire dans la mesure où les Etats européens ont remis le pouvoir monétaire à une institution supranationale qu'aucun d'eux ne peut, en droit, remettre en cause seul. L'histoire montre, néanmoins, que même les cas supposés

exemplaires de réalisation de ce programme sont largement des fictions. Or de l'autre côté, nos démocraties libérales ne peuvent renoncer à placer la légitimité politique du côté de l'Etat, des représentants de la volonté du peuple souverain. La résolution de ce conflit en faveur d'une « orthodoxie » économique qu'alimente rhétoriquement le traumatisme des assignats révolutionnaires, n'a pas d'autre issue que de tenter de convaincre que la monnaie n'est pas une construction sociale mais une émanation naturelle, dont le contrôle, purement « technique », est susceptible de se passer de toute légitimité démocratique. Mais d'où vient la monnaie, sinon, en dernier ressort, de l'Etat ?

La politique monétaire libérale, articulée autour d'une gestion « a-politique » de la monnaie, ne vise pas seulement aujourd'hui à la neutralité de la monnaie. A travers les normes budgétaires, elle peut entrer en conflit avec l'expression du suffrage universel pour imposer des normes de comportement. Tandis que d'un pays à l'autre des demandes différentes en termes de services publics sont exprimées, les nécessités de la bonne gestion sont invoquées pour les aligner (sur un minimum), avec des conséquences distributives souvent défavorables à une grande partie des populations, et sans que l'efficacité de ces choix soit toujours avérée.

Dans ces conditions, la dénégation du caractère politique du contrôle par la puissance publique de la monnaie et la tentative de travestissement de cette dernière en réalité « naturelle » qui échapperait, de soi, à la sphère du politique, ne devraient pas surprendre. Il se pourrait bien que « l'orthodoxie libérale » monétaire, héritière d'une lecture catastrophiste de l'histoire française comme d'une réécriture hagiographique de celle des finances publiques britanniques, fasse mauvais ménage avec la tradition démocratique libérale, fille, entre autres, de la première République française.

PIERRE-CYRILLE HAUTCOEUR