

« Si toute monnaie est fiduciaire comme l'affirme Simiand, reste à déterminer, à chaque étape de l'évolution, les motifs de cette confiance collective. En déceler, société par société, la nature et en mesurer la force, nulle tâche plus impérativement que celle-là ne devrait solliciter les historiens de l'économie. Il y faudrait une analyse serrée de toute l'atmosphère sociale »  
(Marc Bloch).

## **Croyances monétaires et pouvoir des banques centrales<sup>1</sup>**

André Orléan

Paris Jourdan Sciences Économiques (CNRS, EHESS, ENPC, ENS)

Dans un système à monnaies purement autoréférentielles, émancipées de toute contrainte de convertibilité à taux fixe, aussi bien à l'égard des étalons métalliques que d'autres monnaies, l'engagement des banques centrales à maintenir le pouvoir d'achat de l'unité de compte joue un rôle pivot. C'est par lui que l'ancrage nominal se réalise. C'est par lui que les anticipations privées de prix se trouvent stabilisées. Toute la théorie contemporaine insiste à juste titre sur l'importance de cette tâche comme sur sa difficulté. Un point retient plus particulièrement son attention : l'influence perturbatrice du pouvoir politique<sup>2</sup>. En effet, celui-ci est incité, avant les élections, à accroître l'offre de monnaie au détriment de la stabilité des prix de façon à stimuler l'économie pour augmenter ses chances de réélection. Dans le cadre d'un modèle avec anticipations rationnelles, les agents privés étant parfaitement avertis du biais inflationniste des pouvoirs publics adaptent en conséquence leurs anticipations de prix de telle sorte *qu'in fine* la production n'est nullement stimulée alors que de l'inflation est produite. Pour échapper à ce résultat si dommageable pour tout le monde, la théorie

---

<sup>1</sup> À paraître en 2007 dans l'ouvrage collectif *Les banques centrales comme institutions économiques* aux éditions Albin Michel suite au Colloque des 30 novembre et 1<sup>er</sup> décembre 2006 organisé par le Centre Cournot sur le même thème.

<sup>2</sup> Comme le notent Capie *et alii* (2001), cette influence est même considérée comme étant la cause essentielle ayant fait obstacle au maintien de la stabilité des prix : « The 'time inconsistency' literature suggests that it has been the incentive structure (on central banks) rather than technical/operational limitations that as hindered the attainment of price stability » (35/6).

contemporaine propose de rendre la banque centrale indépendante de telle sorte qu'elle puisse s'engager de manière crédible à lutter contre l'inflation. En isolant l'institut d'émission des pressions gouvernementales, l'indépendance lui permet d'échapper aux tentations court-termistes du pouvoir politique pour s'en tenir à son objectif de stabilité des prix. Cet argumentaire bien connu a conduit au consensus international actuel qui fait du ciblage de l'inflation par une banque centrale indépendante la norme en matière de politique monétaire. Pour s'en convaincre, il n'est que d'observer le grand nombre de banques centrales ayant modifié leurs statuts dans ce sens au cours des quinze dernières années. Entre 1990 et 2001, King (2001) en a dénombré 34.

Cette analyse laisse, cependant, dans l'ombre la question des forces capables de produire cette indépendance. Ou, plus exactement, conformément au modèle d'Ulysse et des sirènes (Elster, 1979), elle y répond en supposant que c'est l'État lui-même qui se lie les mains de sa propre autorité. Cette réponse est-elle satisfaisante ? Sans trancher sur le fait de savoir si un tel schéma est souhaitable, nous nous demanderons s'il est possible. Plus précisément, en quoi l'indépendance accordée par le souverain est-elle un obstacle *crédible* à l'action ultérieure de la souveraineté ? Ce que celle-ci a consenti n'est-il pas toujours en son pouvoir de le reprendre ? Autrement dit, comment rendre cette indépendance véritablement crédible ? C'est, comme on le sait, le point central de l'analyse car, sans engagement crédible, on retombe dans les contradictions de l'incohérence temporelle.

L'étude de cette question nous conduira, dans une première section, à critiquer ce que nous appellerons « l'illusion légaliste », à savoir cette conception qui pense que l'inscription juridique des engagements est capable de protéger de manière crédible l'autonomie de la banque centrale face aux empiètements de l'autorité politique. Il n'en est rien. Pourtant, il n'est pas douteux que les banques centrales, à divers moments de leur riche histoire, ont su résister aux pressions gouvernementales. Pour comprendre la nature des forces qui conduisent à un tel résultat, nous étudierons plus spécifiquement deux conjonctures historiques au cours desquels l'autorité monétaire a réussi à faire prévaloir son point de vue, à savoir la fin du gouvernement Herriot en avril 1925 (section 2) et la politique de la Reichsbank après la loi d'autonomie de mai 1922 (section 3). S'il en a été ainsi lors de ces deux épisodes, c'est parce que la banque centrale a pu s'appuyer sur un mouvement d'opinion extrêmement puissant et structuré. Ce qui se donne à voir ici, dans ces mouvements collectifs d'opinion, c'est la puissance propre de la monnaie, la puissance du nombre coalisé autour d'une certaine

croyance, ce que nous avons appelé ailleurs la « puissance de la multitude » (Lordon et Orléan, 2007). Cette croyance monétaire qui traverse largement le corps social a le pouvoir de contraindre le gouvernement car s'opposer à lui met gravement en péril sa légitimité. Il faut voir en elle, l'expression même de cette « confiance collective » dont Marc Bloch nous dit qu'il n'y a rien de plus impératif pour les historiens de l'économie que d'en « déceler la nature et en mesurer la force », ce qui suppose « une analyse serrée de toute l'atmosphère sociale<sup>3</sup> ». En conclusion, nous reviendrons sur cette dimension essentielle de la réalité monétaire pour rappeler que l'autorité des banques centrales, à savoir leur capacité à préserver leur autonomie, trouve son fondement le plus solide dans leur aptitude à être les porte-voix fidèles des croyances monétaires collectives. *A contrario*, mettre en avant l'indépendance juridique peut s'avérer grandement contreproductif dès lors que cet aspect est promu au rang d'objectif en soi.

### **L'illusion légaliste**

La manière la plus commune d'aborder cette question des engagements crédibles consiste à faire appel à l'appareil judiciaire. Comme l'écrivent Olivier Blanchard et Stanley Fischer dans leurs *Lectures on Macroeconomics* : « La Loi, qu'elle soit constitutionnelle ou d'un moindre niveau, est à l'évidence une solution au problème de l'incohérence dynamique » (600). En effet, l'inscription juridique d'un engagement accroît significativement sa crédibilité en raison des lourdes sanctions encourues si l'engagement n'est pas honoré. « La conception légaliste » s'en déduit qui fait du droit la source principale de la crédibilité. Elle est très présente dans la littérature consacrée à l'indépendance des banques centrales. Elle se manifeste de la manière la plus visible dans l'attention très forte qui y est portée aux statuts juridiques des banques centrales. On peut ainsi noter que la plupart des indicateurs supposés mesurer l'indépendance des banques centrales sont construits grâce au codage de données juridiques, essentiellement leurs statuts. Cette conception légaliste a déjà fait l'objet de nombreuses critiques (Cukierman, 1994 ; Forder, 1996 ; King, 2001). On a souligné qu'il pouvait exister une distance importante entre l'indépendance *de jure*, telle que la mesurent ces indicateurs, et l'indépendance *de facto*, telle qu'elle se révèle dans les comportements effectifs. Pour expliquer cela, on a invoqué soit l'incomplétude de la loi qui laisse un important espace où les droits et les devoirs de chacun restent indéterminés, soit l'existence

---

<sup>3</sup> Se reporter à la citation en exergue, cité in Bruguière (2006, 122).

structurelle d'écarts significatifs entre la lettre de la loi et les pratiques véritables. À ces critiques qui valent tout aussi bien pour des acteurs privés, il faut en ajouter de nouvelles, plus essentielles à nos yeux car spécifiques de la situation qui nous intéresse dans laquelle c'est l'autorité politique qu'il s'agit de contraindre. En effet, l'autorité politique, en tant que dépositaire de la souveraineté, possède, non seulement tout un arsenal de moyens de pressions, mais également d'importantes prérogatives en matière législative. Pour le moins, elle a toujours la capacité de proposer de nouvelles lois. Aussi, l'aptitude des lois à soumettre de manière crédible le souverain paraît-elle hautement problématique. D'ailleurs, les exemples ne manquent pas de clauses constitutionnelles transgressées par l'autorité publique sans aucune difficulté.

On ne sache pas, par exemple, que le fait d'avoir inscrit la parité « un dollar un peso » dans la loi fondamentale argentine ait pu, de quelques manières, être un obstacle en décembre 2001 à sa remise en cause par le gouvernement. De la même manière, si la constitutionnalité de la résolution du Congrès américain abrogeant la clause-or le 5 juin 1933 a été mise en cause, il n'est pourtant guère douteux que cela ne pouvait constituer un obstacle sérieux à sa mise en application. Comme l'écrit le juriste Arthur Nussbaum (1934) : « Le Congrès américain, comme les autres corps législatifs, ne pouvait faire autrement qu'atténuer par l'abrogation de la clause-or les conséquences dangereuses dues à la dépréciation sévère de l'unité monétaire. On ne peut sérieusement croire qu'une constitution quelle qu'elle soit puisse s'opposer au traitement d'une situation si pressante » (64). En cas de difficultés, il est de la responsabilité du gouvernement de faire en sorte que la situation s'améliore, y compris en modifiant les lois ou en les interprétant à sa convenance. Il est ici parfaitement dans son rôle.

Sur ce point, nous partageons le scepticisme de Milton Friedman lorsqu'il fait remarquer qu'historiquement, tous les conflits sérieux entre Banque centrale et gouvernement ont vu la victoire de l'autorité publique sur la Banque :

« Je doute beaucoup que les Etats-Unis – ou n'importe quel pays – aient jamais fait fonctionner une banque centrale indépendante au plein sens du terme. Même lorsque les banques centrales étaient censées être complètement indépendantes, elles ne l'étaient en fait que dans la mesure où elles ne se trouvaient pas confrontées au reste des Pouvoirs publics. Dès qu'un conflit sérieux apparaissait (comme ce fut le cas par exemple en temps de guerre) qui

opposait les intérêts des autorités budgétaires, désireuses de collecter des fonds, et ceux des autorités monétaires, attachées à maintenir la convertibilité en espèces, c'est presque toujours la banque qui a cédé le pas, et non l'inverse. Il apparaît que même les banques centrales jugées tout à fait indépendantes ont été étroitement subordonnées au pouvoir exécutif » (1976, 173).

À titre d'illustration, certains historiens<sup>4</sup> ont fait remarquer, à propos de la Banque de France, que la période 1878-1913, si différente de la période précédente précisément en raison de la forte autonomie qu'y a connue la Banque de France, s'explique entièrement par le fait que, contrairement à l'époque qui précède et celle qui suit, le Trésor n'y a pas connu de besoins importants. Autrement dit, ce serait une erreur de voir dans cette indépendance l'effet d'un rapport de forces favorable à la Banque. En fait, le rapport de forces entre gouvernement et Banque centrale ne s'est pas modifié par rapport aux années antérieures mais, en l'absence d'enjeu véritable pour le Trésor, les gouvernements successifs n'ont pas eu à faire valoir leur légitimité et leur puissance (Blancheton, 75). La Banque l'emporte faute d'adversaire !

Toutes ces réflexions nous conduisent à abandonner l'illusion légaliste : il n'est pas dans le pouvoir de la loi de subordonner la souveraineté démocratique, et ceci pour des raisons qui tiennent à la notion même de souveraineté démocratique. Aussi différons-nous de l'intéressant point de vue d'Alex Cukierman qui lui aussi prend ses distances à l'égard de ce qu'il appelle « l'indépendance légale » ou l'indépendance telle qu'elle est inscrite dans la loi, mais uniquement pour tenir compte des pays dans lesquels les règles juridiques ne sont pas respectées. Notre perspective est différente. Pour nous, même un État respectueux de la loi peut contourner les contraintes légales du seul fait de sa capacité à changer les lois. Notons que cet argument ne nie pas pour autant la pertinence du point de vue de Cukierman au sens où le non respect de la loi peut, en effet, constituer un instrument supplémentaire aux mains de l'autorité publique. Mais, à nos yeux, la capacité à contourner les contraintes légales ne se limite nullement au cas de non respect des lois. Elle est inscrite dans la souveraineté elle-même et est parfaitement compatible avec la légalité démocratique.

À cet endroit du raisonnement, certains feront valoir qu'on peut certes modifier les lois mais que c'est là un processus coûteux pour le gouvernement de telle sorte que celui-ci

---

<sup>4</sup> Je pense au très bon livre de Bertrand Blancheton (2001).

hésitera avant de se lancer dans une telle modification et cela d'autant plus que ses coûts sont élevés. Cette formulation nous convient parfaitement. D'une certaine manière, on peut présenter l'analyse que nous proposons comme cherchant à évaluer les coûts liés aux modifications légales. Ce que montrent les analyses qui vont suivre est que les coûts stratégiques, les coûts qui comptent, sont essentiellement de nature politique. Aussi, l'évaluation correcte de ces coûts implique-t-elle une analyse en profondeur des rapports de forces sociopolitiques. Pour le dire simplement, il est facile, à l'instant  $t$ , de changer les lois qui, au moment considéré, n'ont plus la faveur de l'opinion publique. Cette approche politique des coûts s'oppose à la conception naïve qui pense ces coûts comme étant essentiellement de nature juridique, à savoir des coûts liés au fonctionnement « technique » de l'appareil judiciaire. On trouve cette idée chez Blanchard et Fischer lorsqu'ils associent à la gradation juridique qui va de la loi constitutionnelle, à la loi ordinaire, puis à la règle, pour arriver au choix discrétionnaire, une échelle de coûts de changement décroissants : « Discretionary policies, such as monetary policy, can be changed at low cost; rules fixed by law, such as much of fiscal law, are changeable at greater costs; rules fixed by constitutional law such as the rights of private property or interstate commerce are in principle also changeable but at yet greater cost » (600). Il est facile de montrer que cette vision est erronée : à certaines époques, une loi constitutionnelle peut être bien plus rapidement changée qu'un choix discrétionnaire. Tout dépend de la nature de l'opinion publique au moment considéré. L'idée de coûts juridiques objectifs doit être rejetée.

Est-ce à dire que l'indépendance légale n'a aucune signification ? Nous verrons que non. Mais pas parce que la loi serait un obstacle crédible au revirement possible du pouvoir politique. Pour cette raison, il nous semble que le terme d'indépendance n'est pas heureux. Il aurait mieux valu parler d'autonomie opérationnelle<sup>5</sup>, terme qui met bien en relief les limites intrinsèques de ce qui peut être obtenu. Mais cette autonomie opérationnelle, sur quoi repose-t-elle ? Si elle ne procède pas de la loi, quelle en est la source ? La question qui est ici posée est celle, fondamentale, du pouvoir monétaire. Dans la conception légaliste, la monnaie n'a pas de pouvoir en propre. Elle n'a que les pouvoirs que lui transmet la loi. Il n'est de pouvoir qu'étatique. Telle n'est pas notre position. Il existe un pouvoir monétaire propre, spécifique, capable de contraindre l'autorité politique. Pour comprendre la nature de ce pouvoir et ces limites, quel meilleur objet d'analyse que l'exemple d'une Banque centrale s'opposant

---

<sup>5</sup> Bertrand Blancheton (2001) développe ce point.

victorieusement au gouvernement ? Cela nous permettra de comprendre la nature des forces que le pouvoir monétaire active pour défendre son autonomie. Il s'agit de l'épisode du Cartel des gauches, bien étudié par Jean-Noël Jeanneney (1976, 1977), et la manière dont il échoua face au « mur de l'argent ».

### **Le Cartel des gauches et le mur de l'argent**

L'événement qui nous intéressera est la chute du gouvernement Herriot le 10 avril 1925 après 11 mois d'existence. Il nous intéressera parce que cette chute est le résultat direct de décisions prises par la Banque de France, à savoir la révélation publique, ce même jour, du fait que le plafond légal fixé à la circulation fiduciaire a été dépassé. Il s'agit donc d'un épisode historique dans lequel la Banque centrale se montre capable de contraindre l'autorité politique. Commençons par rappeler quelle est la situation économique de la France en 1924, au moment où le Cartel des gauches remporte les élections législatives du 11 mai.

D'abord la situation monétaire : depuis le 5 août 1914, a été institué le cours forcé du franc : la convertibilité-or a été suspendue et le flottement prévaut sur le marché des changes. Par ailleurs, pour financer la guerre, la France a eu recours massivement à l'endettement sous toutes ses formes : emprunts à long terme, Bons du Trésor à court ou moyen terme et avances directes de la Banque de France. Le 11 novembre 1918, ces avances directes atteignent 18 milliards de francs, ce qui correspond à environ 10% des dépenses de guerre. Pour mesurer l'ampleur de ce chiffre de 18 milliards, il faut le comparer au montant de la circulation fiduciaire d'avant-guerre, à savoir moins de 6 milliards. Bien évidemment, l'utilisation de la planche à billets pour financer le Trésor conduit mécaniquement à un accroissement important de la circulation fiduciaire qui dépasse les 30 milliards en 1918. Cette situation empire encore une fois la paix revenue du fait de l'importance des déficits publics sur la période 1919-1924. Pourtant, et c'est là un point essentiel pour notre analyse, les Français croient absolument, non seulement au nécessaire retour à l'étalon-or, mais à un retour qui se ferait conformément à la parité d'avant-guerre. Il s'agit d'un consensus fortement établi au sein de la société française<sup>6</sup>, qu'il s'agisse des experts, des hommes politiques ou de l'opinion publique : tous croient à ce retour aux parités d'avant-guerre. Pour cette raison, tous sont farouchement opposés à l'inflation, terme utilisé à l'époque pour désigner, non la hausse des prix, mais la hausse de

---

<sup>6</sup> Les réparations que l'Allemagne est censée payée joue un rôle important dans cette croyance. Faute de place, nous ne développerons pas ce point.

l'émission fiduciaire. Il est clair pour chacun qu'un rétablissement de la parité d'avant-guerre passe par une forte déflation<sup>7</sup>.

Dans cette conjecture, deux données monétaires jouent un rôle important : d'une part, le montant des avances directes de la Banque de France au Trésor<sup>8</sup> ; d'autre part, le montant total de la circulation fiduciaire. Ces deux montants sont l'objet de plafonds légaux. Pendant la guerre et jusqu'en 1919, ces plafonds n'ont cessé d'être élevés en fonction des nécessités. En avril 1919, le plafond légal des avances directes est fixé à 27 milliards ; en septembre 1920, le plafond légal de la circulation est fixé à 41 milliards. Ces modifications des plafonds montrent bien les limites de la garantie légale. Mais les nécessités qu'impose la patrie en danger pouvaient justifier cela. Après la guerre, la Banque de France tente de résister. Analysons cette résistance. Commençons par la question des avances directes. En la matière, l'autorité souveraine joue à fond de son pouvoir exécutif et législatif. Elle le fait dès février 1919 en demandant que le plafond des avances passe de 21 milliards à 24 milliards. C'est là un événement important dans la mesure où cette demande ne peut plus être justifiée par les exigences de la guerre. Pourtant, la Banque de France ne croit pas pouvoir s'y opposer. Cependant, lorsqu'en avril 1919, Louis-Lucien Klotz, ministre des finances, demande 3 milliards d'avances supplémentaires, certains régents, comme Rothschild, sont partisans d'un refus pur et simple (Blancheton, 187). Après quelques péripéties juridiques, la Banque se déjuge et accepte mais réussit néanmoins à insérer, dans la convention du 24 avril 1919, une clause stipulant le caractère provisoire de l'avance et son remboursement rapide sur les prochaines rentrées du Trésor. L'article 3 de la convention précise que le Trésor s'engage à prélever sur le montant du plus prochain emprunt à émettre une somme suffisante pour éteindre les avances prévues par la présente convention (Blancheton, 188). Aussi, fin mars 1920, à la clôture de l'emprunt en question, la Banque de France se tourne-t-elle vers le gouvernement pour obtenir le remboursement de ses avances conformément aux engagements pris. Le ministre de l'époque, Frédéric François-Marsal, doit reconnaître que l'État n'est pas en mesure de tenir ses engagements. Bertrand Blancheton écrit : « Les régents sont sous le choc ... : quelle influence peuvent-ils avoir sur la politique monétaire si les conventions qu'ils signent ne sont même pas appliquées ? » (Blancheton, 188). Pourtant, faute d'alternative, on signe une nouvelle convention, le 14 avril 1920, qui prévoit qu'à nouveau, le gouvernement

---

<sup>7</sup> Le modèle qu'ont en tête les experts est le rétablissement de la parité-or du franc après la guerre de 1870. Le cours forcé du franc a été aboli lorsque les avances au Trésor ont été remboursées. Voir Blancheton (2001).

<sup>8</sup> À l'époque on parle du « Mouvement Général des Fonds ». Nous conserverons le terme moderne.

s'engage à rembourser l'avance de 3 milliards d'avril 1919 sur le produit du plus prochain emprunt. En plus, le gouvernement déclare qu'il continuera par la suite l'amortissement de sa dette envers l'institut d'émission à raison d'au moins deux milliards par an à dater du 1<sup>er</sup> janvier 1921. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, malgré le lancement d'un nouvel emprunt à l'automne 1920, le ministre des finances manque à nouveau à ses engagements pour la deuxième fois et ne rembourse pas les trois milliards. Mais que peut faire le Conseil général de la Banque de France ? Il se dit « une fois de plus profondément déçu » (Blancheton, 189). Le gouverneur Robineau déclare en janvier 1921 devant les actionnaires de la Banque : « Ce n'est pas sans une très profonde déception, vous n'en pouvez douter, que votre Conseil a dû s'incliner ainsi par deux fois devant l'inévitable » (Blancheton, 189). On voit ici à quel point la Banque centrale peut être impuissante face à la volonté gouvernementale. Fin 1921, la convention est, pour la première fois, dûment exécutée : deux milliards sont remboursés au Trésor et le plafond repasse de 27 milliards à 25 milliards. Cependant, en 1922, les difficultés de trésorerie conduisent à nouveau l'État à ne pas honorer ses engagements. Il ne rembourse qu'un milliard de francs. Il en est de même en 1923 où seulement 800 millions sont remboursés. La Banque de France est une fois de plus flouée. Comme on le note, le fait d'inscrire un plafond légal des avances directes n'est en rien un frein à l'action gouvernementale. Le gouvernement peut soit modifier le plafond par voie législative, soit le transgresser purement et simplement.

Pourtant, si maintenant on considère le plafond de la circulation fiduciaire, la situation se présente très différemment. Pourquoi ? Parce que, contrairement à la donnée précédente, ce chiffre est l'objet d'une vigilance toute particulière de la part de l'opinion publique. Cet indicateur joue un rôle central dans la manière dont le corps social appréhende la valeur du billet. Il en constitue même l'expression privilégiée, bien plus que l'encaisse-or ou le déficit budgétaire (Perrot, 1955). L'attention que prête la presse aux bilans hebdomadaires de la Banque de France qui rendent public ce chiffre nous en fournit une illustration parmi d'autres. Toute augmentation de la circulation fiduciaire fait naître dans le public français de puissantes inquiétudes. On est hypnotisé par la crainte de dépasser le plafond légal des 41 milliards. Comme l'écrit Marguerite Perrot dans un livre consacré à l'opinion publique en France : « Ce chiffre de 41 milliards fixé par le Parlement, sans grand souci des variations du revenu national et des perturbations économiques possibles, prend figure soudain de mythe ; c'est le chiffre au-delà duquel l'inflation commence » (126). Parce que ce chiffre fait l'objet d'un

investissement affectif collectif considérable, il acquiert une force<sup>9</sup> dont les pouvoirs publics sont obligés de tenir compte. Mais ce n'est pas tout. Le consensus pour « Ne pas crever le plafond », selon l'expression de l'époque, va bien au-delà de la seule opinion publique. Elle est partagée par les experts, que ce soit au Trésor ou à l'institut d'émission, par les hommes politiques et par le gouvernement lui-même. Edouard Herriot, président du Conseil, et son ministre des finances, Étienne Clémentel, ne cessent de répéter sur tous les tons qu'ils sont farouchement opposés à toute inflation. Par exemple, Herriot fait à la Chambre le 17 janvier 1925 cette étonnante déclaration :

« Eh bien quoi qu'il arrive, quelles que soient les restrictions qui doivent s'ensuivre, si héroïques que puissent être les obligations auxquelles vous serez astreints, même si, à certains moments, votre situation personnelle, mes chers collègues, pouvaient en souffrir, je demanderai à toute la chambre de comprendre qu'il faut tout subordonner à la nécessité de mettre fin à la politique des emprunts et des expédients. Pas d'inflation ! Subordonnons tout à cela » (cité *in* Blancheton, 219).

Comme on le voit, on n'hésite pas à l'emploi des superlatifs. Herriot déclare même que « l'anti-inflationnisme est pour certains, dont il est, une religion<sup>10</sup> » (cité *in* Jeanneney, 214). Dans la même veine, Robineau, le gouverneur de la Banque de France, a déclaré bien imprudemment « qu'il se couperait le poignet plutôt que de signer un nouveau billet » (cité *in* Jeanneney, 214).

La force de cette croyance collective peut d'ailleurs se mesurer aux risques que prennent les très rares voix dissonantes, par exemple Charles Rist lorsqu'il dénonce le dogme de la déflation. Rueff écrit à ce propos : « Ceux qui n'ont pas vécu le problème de la stabilisation ne peuvent mesurer le courage intellectuel et moral, ni même le risque personnel que cette déclaration impliquait... M. Colson, alors vice-président du Conseil d'État, fut menacé de révocation, parce que dans une communication à l'Académie des sciences morales et politiques, il avait indiqué, très prudemment et avec beaucoup de réserves, au scandale de

---

<sup>9</sup> On peut voir dans cet épisode une illustration des thèses développées par Frédéric Lordon (2000) sur la « force des idées simples ».

<sup>10</sup> On pourrait multiplier les déclarations des uns et des autres : « Coûte que coûte, il nous faut tendre vers la revalorisation du franc [...] à la manière de la Grande-Bretagne qui a osé rester fidèle à la doctrine de retour de la livre à la parité de l'or » (Herriot *in* Jeanneney, 222).

l'unanimité de ses confrères, qu'il se demandait s'il était raisonnable de poursuivre le retour à la parité d'avant-guerre » (cité *in* Blancheton, 225).

Dans une telle situation, fort d'une telle adhésion collective, la Banque de France a les moyens de résister au gouvernement. En menaçant de prendre à témoin l'opinion publique et politique, elle profère une menace très crédible, celle de voir la confiance dans le gouvernement s'écrouler, au Parlement et dans la rue, car on ne touche pas impunément à un tel dogme. Comme on le comprend aisément, ce n'est nullement l'inscription légale des limites à l'émission fiduciaire qui est ici en cause, mais le fait qu'existe une croyance monétaire partagée par tout le corps social, y compris le gouvernement ! C'est la force des convictions qui se fait ici sentir. Aussi, lorsqu'il y aura dépassement début 1925, le Conseil de la Banque de France pourra exiger du gouvernement qu'il régularise le dépassement observé et celui-ci n'aura pas d'autres choix que de s'y plier, ce qui conduira à sa destitution. On a pu dire qu'Herriot s'est pris au piège lui-même. En effet, parce qu'il s'est présenté comme un défenseur du plafond, il n'a pas pu utiliser la persuasion politique aux fins d'affaiblir la conviction commune et de rendre le dépassement du plafond acceptable par une certaine partie de la population. Il est resté entièrement prisonnier du dogme.

Encore faut-il noter que, pour retarder le dépassement du plafond, L'État n'est pas resté inactif. Il a eu recours à une série d'expédients pour diminuer le nombre des billets en circulation, comme l'intensification de l'usage des chèques<sup>11</sup> ; les consignes données aux trésoriers publics pour réduire au maximum leurs encaisses ; ou l'institution d'une monnaie spéciale à Madagascar et dans la Sarre. Et, quand aucune de ces mesures ne suffit, il reste la rédaction de faux bilans, qui a été utilisée jusqu'au début avril 1925. On observe ici l'importance des moyens qui sont à la disposition du pouvoir exécutif. C'est la volonté de la Banque de France appuyée par la confiance de l'opinion publique qui l'a contraint à reconnaître le dépassement.

Cet épisode nous donne une image de la question monétaire distincte de celle développée par les modèles d'incohérence temporelle en ce que ce n'est pas la composante stratégique des comportements qui est ici mise en avant, mais, tout au contraire, le poids des convictions monétaires. Les acteurs sont mus essentiellement par des croyances, y compris le

---

<sup>11</sup> Ce qui a permis une économie de 200 millions de billets au moins (Blancheton, 210).

gouvernement. Ce sont ces croyances partagées qui constituent la vraie source du pouvoir monétaire. En elles, c'est la confiance en la monnaie qui s'exprime. Si l'État ne peut pas faire ce qu'il veut, ce n'est pas parce qu'on lui opposerait la loi, mais parce qu'il trouve face à lui l'opinion publique qui est le souverain en dernière instance. En dernière instance, c'est elle qui décide. Par ailleurs, on note que la croyance monétaire affecte la totalité des acteurs. Contrairement à l'idée d'un banquier central conservateur par nature, cette hypothèse nous conduit à chercher la compréhension des modes d'actions du banquier central dans la croyance monétaire qui structure à un moment donné le corps social. De ce point de vue, l'exemple de l'hyperinflation allemande des années vingt est particulièrement éclairant.

### **L'hyperinflation allemande**

Commençons par rappeler en deux mots que l'Allemagne, au sortir de la guerre de 14-18, se trouve devant les mêmes difficultés que la France, à savoir une dette publique considérable dont une partie importante est monétisée, mais avec en plus le poids énorme des réparations. Il s'ensuit un intense débat intérieur sur ce qu'il convient de faire pour sortir de l'inflation. Pour rendre compte de ces controverses, il est intéressant de partir de l'opposition entre deux théories de l'inflation : à savoir la théorie quantitative et la théorie de la balance des paiements. Aux yeux de la théorie quantitative, l'inflation est de nature essentiellement monétaire. Sans impression de billets, il ne saurait y avoir d'augmentation durable des prix. Pour la théorie de la balance des paiements, c'est le déficit de la balance des paiements, causé par les réparations, qui est à la source de l'inflation via son action sur le taux de change. Il s'ensuit deux politiques différentes : la première met en avant l'arrêt du financement monétaire de la dette publique alors que la seconde fait de la solution au problème des réparations, l'absolu préalable à toute réforme monétaire sérieuse. Gerald Feldman, dans son *opus magnum*, écrit que « la théorie de la balance des paiements était la théorie dominante, la théorie virtuellement officielle dans les milieux académiques et politiques allemands » (399). Un de ses diffuseurs les plus fervents, à la fois pour ce qui est de ses soubassements théoriques comme de ses implications politiques, est le député nationaliste Karl Helfferich. Il décrit ainsi la chaîne des causalités :

« La dépréciation du mark est causée par les charges excessives imposées à l'Allemagne et par la politique de violence adoptée par la France ; l'augmentation des prix de tous les biens importés est causée par la

dépréciation du taux de change ; puis vient l'augmentation générale des prix intérieurs et des salaires, un besoin accru de moyens de paiement de la part du public et de l'État, des exigences plus grandes à l'égard de la Reichsbank venant des entreprises privées et de l'État et l'accroissement des émissions de mark-papier. Contrairement à la conception communément répandue, *ce n'est pas l'inflation monétaire* [entendre la création de monnaie, NDA] *mais la dépréciation du mark qui se trouve à l'origine de la chaîne des causes et des effets* ; l'inflation monétaire n'est pas la cause de l'augmentation des prix et de la dépréciation du mark ; mais la dépréciation du mark est la cause de l'augmentation des prix et des émissions de marks-papier » (cité *in* Bresciani-Turroni, 45).

On ne saurait dire les choses plus clairement. Si l'on se tourne du côté de la Banque centrale, la Reichsbank, la situation est moins tranchée comme l'a bien montré Carl-Ludwig Holtfrerich dans son livre fameux sur l'inflation allemande qui nous sert ici de référence. La Reichsbank, au moins jusqu'en 1920, considère, conformément aux thèses quantitativistes, que le financement monétaire du déficit public est une source importante d'inflation. En conséquence, elle fait pression sur le gouvernement pour qu'il réforme sa fiscalité et diminue ses dépenses, exactement comme dans le cas français. Cependant, à partir de 1921, son attitude change. Cela est lié à la question des réparations qui, à partir de cette époque, occupe le devant de la scène. En effet, c'est au premier semestre 1921 qu'est connu le montant global des réparations comme celui des annuités à payer. Celles-ci sont fixées à 2 milliards de marks-or plus 26% de la valeur des exportations. Rudolf Havenstein, président de la Reichsbank, intervient fermement : « Je considère l'offre faite à Londres et les obligations qui en découlent comme impossibles, insupportables pour notre économie et nos finances et dangereuses, si ce n'est fatales, pour notre parité et notre système monétaire » (cité *in* Feldman, 1993, 336). Il s'ensuit un changement des priorités de la Reichsbank qui fait, désormais, de la révision des réparations, un préalable à toute stabilisation monétaire. Sa conception devient ainsi de plus en plus en phase avec la théorie de la balance des paiements, si ce n'est dans tous ses aspects théoriques, au moins, ce qui est fondamental, concernant ses conclusions quant à la politique à mener. Ces convictions conduisent la banque centrale à ne plus s'opposer au financement monétaire de l'État, comme l'illustre le fait que Havenstein demande alors que soit suspendue la clause restreignant légalement l'émission monétaire en lui imposant une couverture au tiers par une encaisse mixte. Bien que cette clause ait été

depuis longtemps tournée, sa suspension exprime bien la volonté de la Reichsbank d'avoir désormais les mains totalement libres pour monétiser les déficits.

Cette expérience d'un banquier central, nullement conservateur mais laxiste, peut étonner tant elle semble contre-nature. Ne faut-il pas y voir la conséquence de règles statutaires qui font étroitement dépendre la Reichsbank du pouvoir politique de telle sorte qu'il aurait été vain de la part de celle-ci de vouloir s'opposer aux décisions gouvernementales ? C'est précisément cette analyse qui est faite par les pays de l'Entente. Ils pensent que cette subordination statutaire au pouvoir politique est à la racine de la politique laxiste d'émission monétaire. Aussi veulent-ils changer la situation en dotant la Reichsbank d'un statut d'autonomie. Ils espèrent ainsi obtenir une politique monétaire plus rigoureuse. Ils profitent des discussions autour du moratoire pour imposer cette réforme. C'est la loi d'autonomie du 26 mai 1922 (Holtfrerich, 1988). Cette modification de statut est intéressante puisqu'elle permet d'observer empiriquement l'influence des modifications légales sur la politique de la Banque centrale. Il n'y en eut aucune.

De ce point de vue, la réaction d'Havenstein est exemplaire. Il conteste violemment l'idée que la Reichsbank ait pu, en quoi que soit, participer à la création d'une inflation artificielle. Il insiste à nouveau sur le fait que l'inflation est la conséquence du déséquilibre de la balance des paiements de telle sorte que si, même le déficit budgétaire avait été corrigé grâce à une collecte plus efficace des impôts, « la planche à billets serait toujours contrainte de demeurer active » (cité *in* Feldman, 403). À ses yeux, la Reichsbank doit impérativement escompter les bons du trésor. C'est là un choix parfaitement autonome et indépendant. Havenstein en endosse la pleine responsabilité et déclare : « Ni le chancelier du Reich, ni une quelconque autorité du Reich n'a jamais fait pression sur la direction de la Reichsbank pour obtenir des crédits. Bien au contraire, c'est toujours volontairement que nous avons décidé d'accepter les bons du Trésor proposés à l'escompte par le Reich » (cité *in* Feldman, 403/404). On ne saurait mieux dire. Le gouverneur a toujours agi conformément à ce qu'il pensait devoir être fait de telle sorte que l'autonomie ne changera en rien sa politique. Ce n'est pas une question de loi mais bien une question de conviction. Aussi, la modification des statuts n'entraîna-t-elle aucune transformation dans la politique monétaire. S'expliquant sur ce point, les autorités monétaires firent valoir que la Banque centrale donnait la priorité aux intérêts nationaux. Si jamais elle avait refusé la monétisation, les conséquences économiques, politiques et sociales en auraient été dramatiques. D'où cette expérience peu commune d'un

banquier central indépendant, non seulement poursuivant une politique d'émission parfaitement laxiste, mais faisant de l'accroissement des capacités d'impression de la Reichsbank un motif d'extrême satisfaction. Par exemple, le 17 août 1922, il déclare sur un ton victorieux : « Aujourd'hui, la Reichsbank émet quotidiennement pour 20 000 milliards de marks de nouveaux billets [...] La semaine prochaine, la banque accroîtra sa production jusqu'à 46 000 milliards par jour... Ainsi, dans quelques jours, nous serons capable d'émettre en une seule journée les 2/3 de la circulation totale » (*in* Widdig, 44). C'est ce genre de propos publics dont on imagine les répercussions sur les marchés financiers qui ont fait douter des capacités d'Havenstein à remplir sa fonction<sup>12</sup>. Pourtant, ce n'est là que la conséquence de la manière dont il conçoit ses priorités.

## Conclusion

Les croyances monétaires sont bien plus que des théories économiques. Elles intègrent des considérations à la fois morales, sociales et politiques : morale en ce qu'elles prennent appui sur une certaine idée du bien collectif et des valeurs qui le constituent ; sociale parce qu'elles ont en vue la stabilité des hiérarchies entre groupes et classes ; politique, enfin, parce qu'elles ont vocation à s'insérer dans une perspective stratégique précisant ce qu'il faut faire et comment. Les exemples français et allemand sont de ce point de vue sans ambiguïté. Si la Banque de France défend la déflation, c'est au nom de la morale et d'une certaine vision de la stabilité sociale. De même, la faveur dont jouit la théorie de la balance des paiements dans les milieux dirigeants allemands est étroitement liée à leur refus politique du Traité de Versailles. Par ailleurs, on a montré quel rôle structurant ces croyances collectives jouaient de par la charge affective qui était investie en elles. Elles construisent les références sur la base desquelles les acteurs privés et publics prennent leurs décisions.

À notre avis, ces croyances constituent une dimension essentielle et négligée du fait monétaire. Négligée parce que les approches économiques usuelles ont trop tendance à réduire la monnaie à son seul rôle d'instrument facilitant les échanges. Or, la monnaie est bien plus qu'un instrument. Elle est avant tout un lien. Elle est ce qui unit, elle est ce par quoi une communauté de destin se constitue et se fortifie. L'expression la plus visible de cette unité est à trouver dans les convictions monétaires qui soudent le corps social. La puissance de la

---

<sup>12</sup> Voir les propos de Lord D'Abernon à son propos (Feldman, 1993, 715).

monnaie se mesure directement à la force de l'engagement collectif en leur faveur. On retrouve ici, sous une forme transformée, l'idée traditionnelle de confiance mise en avant par François Simiand puis Marc Bloch. La confiance en la monnaie est ce qui échappe à la manipulation politique, ce qui lui fait face. C'est cette confiance qui est la source véritable du pouvoir des banques centrales. C'est sur elle que les banques centrales prennent appui pour contraindre le pouvoir politique, et non leur indépendance statutaire. C'est là un pouvoir qui ne doit rien à la légalité et qui doit tout à la conviction partagée des acteurs économiques. Comme le souligne Charles Goodhart (1992) : « Une Banque centrale « indépendante » aura toujours besoin de conserver ses soutiens électifs et politiques en s'assurant qu'une partie suffisante de la population comprend et accepte ses objectifs et ses actions » (31). Tel est le point fondamental. Il ne faudrait pas que la revendication d'indépendance statutaire fasse perdre de vue cette réalité.

## BIBLIOGRAPHIE

Bernhard William, « A Political Explanation of Variations in Central Bank Independence », *American Political Science Review*, vol. 92, n°2, juin 1998, 311-327.

Blanchard Olivier Jean et Stanley Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge (MA) et Londres, The MIT Press, 1989.

Blancheton Bertrand, *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Éditions Albin Michel, coll. « Histoire de la Mission historique de la Banque de France », 2001.

Bresciani-Turroni Costantino, *The Economics of Inflation. A study of Currency Depreciation in Post-War Germany*, Londres, August M. Kelley Publishers, 1968 [1<sup>ère</sup> édition italienne 1931, 1<sup>ère</sup> édition anglaise 1937].

Bouvier Jean, « The Banque de France and the State from 1850 to the Present Day », in Toniolo Gianni (ed.), *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin and New York, Walter de Gruyter, 1988, Chapter 4, 73-104.

Burguière André, *L'École des Annales. Une histoire intellectuelle*, Paris, Odile Jacob, 2006.

Capie Forest, Goodhart Charles, Fisher Stanley et Norbert Schnadt (eds.), *The Future of Central Banking*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994.

Cukierman Alex, « Central Bank Independence and Monetary Control », *The Economic Journal*, vol. 104, n°427, novembre 1994, 1437-1448.

Debelle Guy et Stanley Fischer, « How Independent Should a Central Bank Be ? » in Fuhrer Jeffrey C. (ed.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Proceedings from the Federal Reserve Bank of Boston Conference Series n°38, 1994, 195-225.

Elster Jon, *Ulysse and the Sirenes*, Cambridge University Press, 1979.

Feldman Gerald, *The Great Disorder. Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924*, New York et Oxford, Oxford University Press, 1993.

Friedman Milton, *Inflation et systèmes monétaires*, Paris, Calmann-Lévy, Presses Pocket, n°8, coll. « Agora », 1976.

Forder James, « On the Assessment and Implementation of ‘Institutional’ Remedies », *Oxford Economic Papers*, vol. 48, n°1, 1996, 39-51.

Goodhart Charles, « Entretien », *Revue d'Économie Financière*, n°22, automne 1992, 31-35.

Goodman John B., « The Politics of Central Bank Independence », *Comparative Politics*, vol. 23, n°3, avril 1991, 329-349.

Grilli Vittorio, Masciandaro Donato et Guido Tabellini, « Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries », *Economic Policy*, vol.6, n°13, octobre 1991, 341-392.

Hayo Bernd, « Inflation Culture, Central Bank Independence and Price Stability », *European Journal of Political Economy*, vol. 14, 1998, 241-263.

Holtfrerich, Carl-Ludwig, *The German Inflation 1914-1923. Causes and Effects in International Perspective*, Berlin et New York, Walter de Gruyter, 1986 [Berlin, 1980].

Holtfrerich, Carl-Ludwig, « Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present », in Toniolo Gianni (ed.), *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin and New York, Walter de Gruyter, 1988, Chapter 5, 105-159.

Jeanneney Jean-Noël, *François de Wendel en République. L'argent et le pouvoir 1914-1940*, Paris, Éditions du Seuil, coll. « L'univers historique », 1976.

Jeanneney Jean-Noël, *Leçon d'histoire pour une gauche au pouvoir. La faillite du Cartel (1924-1926)*, Paris, Éditions du Seuil, coll. « Histoire Immédiate », 1977.

King Michael, « The Politics of Central Bank Independence », *Central Banking*, vol. XI, n°3, février 2001, 50-57.

Lordon Frédéric, « La force des idées simples. Misère épistémique des comportements économiques », 2000, *Politix*, vol. 13, n° 52.

Lordon Frédéric et André Orléan, « Genèse de l'État et genèse de la monnaie : le modèle de la *Potentia Multitudinis* », in Citton Yves et Frédéric Lordon (éds.), *Spinoza et les sciences sociales*, Éditions Amsterdam, 2007, à paraître.

Nussbaum Arthur, « Comparative and International Aspects of American Gold Cause Abrogation », *The Yale Law Journal*, vol. 44, n°1, novembre 1934, 53-89.

Perrot Marguerite, *La monnaie et l'opinion publique en France et en Angleterre de 1924 à 1936*, Paris, Armand Colin, Cahiers de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1955.

Plessis Alain, « Les rapports entre l'État et la Banque de France jusqu'en 1914 : tutelle ou indépendance ? », in *Histoires de la Banque de France*, Paris, Albin Michel, coll. « Histoire de la Mission Historique de la Banque de France », 1998, 161-182.

Widdig Bernd, *Culture and Inflation in Weimar Germany*, Berkeley, Los Angeles et Londres, University of California Press, 2001.