
La monnaie, la valeur et la règle

Entretien avec Michel Aglietta

Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot

- ¹ *Michel Aglietta est un des économistes fondateurs de l'École de la régulation. Il est professeur émérite de sciences économiques à l'université Paris X, conseiller scientifique au CEPII et membre du Haut Conseil des Finances publiques depuis 2013.*

Ancien élève de l'École polytechnique et de l'ENSAE, il a été membre de l'Institut universitaire de France et membre du Conseil d'analyse économique.

Michel Aglietta a fourni son expertise pour de nombreux organismes monétaires et financiers nationaux et internationaux (Banque de France, Réserve fédérale, Groupama Asset Management, etc.).

Les travaux de Michel Aglietta portent principalement sur la dynamique du capitalisme, la théorie de la monnaie et la macroéconomie financière.

Ses principaux ouvrages sont : Régulation et crises du capitalisme. L'expérience des États Unis (1976), La violence de la monnaie (avec André Orléan, 1984), Macroéconomie financière (1995), La monnaie souveraine (avec André Orléan, 1998), La monnaie, entre violence et confiance (avec André Orléan, 2002), Dérives du capitalisme financier (avec Antoine Rebérioux, 2004), Désordres dans le capitalisme mondial (avec Laurent Berrebi, 2007), Crise et rénovation de la finance (avec Sandra Rigot, 2009), La voie chinoise, capitalisme et empire (avec Guo Bai 2012), Un New Deal pour l'Europe (avec Thomas Brand, 2013), Le dollar et le système monétaire international (avec Virginie Coudert, 2014), et Europe : sortir de la crise et inventer l'avenir (2014).

1. Itinéraire – de Marx à Girard (et au-delà), anthropologie et politique du fait monétaire

- ² **Revue de la régulation : Michel Aglietta, vous avez exercé une influence intellectuelle importante auprès des chercheurs de votre génération et de celles qui ont suivi. On aimerait vous poser tout d'abord une question personnelle ou plutôt réflexive : qu'est-ce qui vous a conduit à travailler sur la monnaie ? Pourquoi cet objet d'étude et pas un autre ?**

- 3 **Michel Aglietta** : En réalité, j'ai travaillé sur le capitalisme. Ce qui m'intéressait étaient les transformations du capitalisme. Ma thèse, intitulée *Régulation et crise du capitalisme* (Aglietta, 1976), concerne par conséquent l'ensemble du système macroéconomique et son évolution historique. Les auteurs principaux mobilisés étaient Karl Marx, Fernand Braudel et Karl Polanyi pour l'essentiel. Leurs études offraient une vue théorique suivant laquelle capitalisme et économie de marché ne sont pas les mêmes objets sociaux. Le marché est une relation très générale de l'échange que l'on trouve dans de nombreux types de sociétés depuis qu'ont été fondées les institutions de base des sociétés historiques : l'État, la monnaie et l'écriture. Le capitalisme est un modèle particulier de société historique. Cela conduit à une conception hétérodoxe de l'économie dans laquelle la monnaie n'est pas issue du marché mais la fonde. Quant au capitalisme, il présuppose l'avènement d'un autre rapport fondamental : la marchandisation de l'usage des capacités humaines, ce qu'on appelle le salariat. J'ai pris comme objet d'étude le développement sur un siècle du capitalisme aux États-Unis (1870-1970) sur la base de ces deux relations structurantes que sont la monnaie et le salariat. Poser la monnaie comme lien social générique conduit nécessairement à une analyse de la valeur autre que la conception naturaliste de l'utilité rareté, considérée comme le point de départ en économie.

Dans le cadre de ma thèse, j'avais donc perçu ce divorce entre d'une part les théories disponibles de la valeur, à savoir celles de la valeur-travail ou celles de la valeur-utilité, qui tendent à naturaliser la notion de valeur, et d'autre part le lien social, monétaire, qui apparaît comme le rapport social le plus général établissant la cohésion des sociétés dans lesquelles le marché joue un rôle prépondérant. Il fallait alors partir de ce que Marx appelle le « processus d'élection-exclusion de l'équivalent général » – je n'étais pas encore en mesure de traiter dans le cadre de ma thèse – et faire l'hypothèse que la valeur est un pur lien social ; qui n'a pas de substrat naturaliste. Par conséquent il fallait reprendre l'analyse de Marx et la pousser jusqu'au bout, c'est-à-dire comprendre ce qu'est ce processus d'élection-exclusion qui identifie la monnaie comme une entité particulière, comme une institution spécifique.

La valeur est le processus social qui, par la médiation monétaire, institue la reconnaissance de l'activité de tous les participants à une économie marchande. La valeur produite par l'activité d'un agent inséré dans le système des échanges marchands ne préexiste pas à l'échange ; elle est produite dans le paiement par lequel la société, représentée par un possesseur anonyme de monnaie, achète un objet promis à l'échange, mais qui n'est pas encore une valeur tant qu'il n'a pas été converti en quantité de monnaie.

S'il fallait donner une définition précise de la monnaie, je la définirais ainsi : la monnaie est un contrat social objectivé dans un medium commun par lequel la collectivité qui en fait usage (la monnaie définit en quelque sorte un espace de collectivité d'échanges) rend à chacun de ses membres dans l'acte de payer ce qu'elle juge avoir reçu de lui par son activité. C'est par la logique de la monnaie que se reconnaît la valeur, que s'institue la valeur. Ceci définit la monnaie comme rapport social, mais un rapport social qui doit par conséquent, pour pouvoir remplir son rôle, devenir un système. Quand je dis : « il est objectivé », dans quoi est-il objectivé ? Dans le système des paiements. La monnaie, c'est essentiellement le système. Un système implique, pour pouvoir être accepté unanimement et remplir ce rôle de medium commun, que cette acceptabilité soit organisée dans un ensemble de règles. Un système de paiements correspond d'abord à des règles qui définissent : 1) l'émission et le retrait de la monnaie ; 2) le règlement des

paiements ; 3) le moment essentiel où la société valide l'utilité sociale de la monnaie (à travers le règlement d'ensemble du système de paiements dans son ensemble et pas seulement à travers le paiement individuel). Le système de paiements est organisé et a besoin d'une centralité, d'où la notion de système hiérarchique des paiements.

Qu'est-ce que cette « élection-exclusion » ? Comment se fait-elle ? Comment s'engendre l'acceptabilité ? C'est l'interrogation de Marx à laquelle on a cherché à répondre, André Orléan et moi (Aglietta, Orléan, 1982, 2002). Les auteurs qui nous ont inspirés sont Georg Simmel et René Girard. S'inspirer de Girard était assez osé puisqu'il parlait d'autre chose ; mais, sur le plan formel, c'était la même logique pour nous. En effet, quand Girard (1972) disait pouvoir parler de ce processus de violence et d'expulsion de la violence, à travers le sacré mis à distance, et régulant ensuite les désirs humains parce qu'il a été mis à distance, cela revenait à dire que le désir humain n'existe pas en tant que donnée naturelle. Ceci s'opposait totalement à la notion de la valeur-utilité et des fonctions de préférence prédéterminées des individus : « on désire ce que les autres désirent ». Cela entraine tout à fait dans la conception de la valeur et de la validation de l'activité et du besoin des individus – activité en tant que producteur, besoin en tant que consommateur – par laquelle nous cherchons à nous affirmer en tant que membres d'une société régie par l'échange marchand. La monnaie est en effet ce par quoi est reconnu socialement le produit de l'activité de chacun.

Ce qui apparaît à travers Girard, et qui est important pour nous, est l'idée que ce processus de recherche par interaction stratégique du désir produit – par une pure logique intérieure d'interaction dynamique, disons un processus d'autoréférence – un point fixe qui est reconnu par tous et qui apparaît comme extérieur à tous, comme quelque chose qui échappe à la connaissance de ceux qui ont participé à sa production. Cet effet du processus de polarisation de ce qui est désiré par tous est la confiance dans l'objet élu, c'est-à-dire la monnaie. La monnaie n'est donc pas une créature de l'État. C'est le point fixe d'un processus de coordination qui s'établit à l'insu de chacun, alors que tous y participent. L'État va codifier ce point fixe dans un système de règles acceptées par tous. Il y a donc un fétichisme qui apparaît à ce moment-là. Ce processus de polarisation produit une autoréférence. Par conséquent, la notion de confiance qu'on a ensuite appelée « confiance éthique » (Aglietta, Orléan, 1998, 2002), c'est à dire la confiance fondamentale dans l'acceptabilité unanime de cette entité exprimant la valeur en général et le désir de tous (de la posséder et d'en faire usage), échappe dans sa genèse théorique à l'État qui va jouer un rôle important dans la régulation de la forme objectivée de la monnaie, c'est-à-dire du système de paiements. La confiance éthique est une confiance qui fait appartenance sociale au-delà du politique. De là émane l'ambivalence de la monnaie : d'un côté elle échappe à l'État, et de l'autre, pour stabiliser cette acceptabilité, l'État est absolument indispensable pour définir les règles du système de paiements.

4 **RR : Vous avez mené une carrière à multiples casquettes, professeur à l'université de Nanterre, conseiller de grands organismes publics et privés. En quoi votre expérience extra universitaire a-t-elle influencé votre réflexion théorique sur la monnaie ? Cela vous a-t-il conduit à développer une approche de la monnaie tournée vers sa technicité ou à l'appréhender dans une perspective d'économie politique ?**

5 **Michel Aglietta :** Cette question renvoie à la notion de la politique de la monnaie. À partir du moment où l'on voit que la monnaie est à la fois hors de l'État mais en rapport organique avec l'État, quelle est la base de ce rapport organique ? On peut dire que ce

rapport est opérationnel, fonctionnel, procédural, puisqu'il permet de faire fonctionner le système de paiements. Mais il n'y a pas que cela. Il y a le lien fondamental entre monnaie et dette. Pour le comprendre, il faut entrer dans la politique de la monnaie et dans son mode opératoire dans les économies modernes. Ce sont des économies dans lesquelles l'essentiel de la monnaie est privatisé dans son émission, pour l'instant par les banques – tout à l'heure on abordera d'autres types de monnaies qui sont émises par d'autres acteurs. La monnaie est privatisée essentiellement dans son émission, mais cela ne doit pas occulter le fait qu'elle est un bien public permettant d'exprimer le rapport social le plus général de l'économie marchande.

Cette tension implique la manière dont la monnaie se relie à la finance. En effet, si elle est privatisée dans son émission, dans ses forces de dynamisme, etc., la question cruciale de la qualité de la monnaie se pose puisqu'elle apparaît non pas directement comme cette entité sociale, mais comme émanant du privé. Toute monnaie est à son émission une dette de l'émetteur sur lui-même, un IOU (*I owe you* en anglais, c'est-à-dire « je vous dois »). La monnaie émise par une banque permet à tout acteur de l'économie marchande de faire des paiements. Mais c'est néanmoins une dette privée qui doit être elle-même reconnue par la société. Il doit donc exister un système de règlement des dettes qui est le cœur du système financier.

C'est là que la souveraineté de l'État joue un rôle crucial. Nous avons dit plus haut que l'État codifiait le système de paiements par un ensemble de règles. Le règlement des dettes, c'est-à-dire la convertibilité de toute monnaie privée dans la forme ultime de monnaie acceptée par tous, parce qu'objet de la confiance unanime revêtue du sceau de la souveraineté, est le processus par lequel la monnaie d'un État-nation est une dans la diversité de ses formes. Il s'ensuit que la stabilité financière, ou stabilité du système des dettes, concentre tous les paris des agents économiques cherchant à faire reconnaître socialement les produits de leurs activités. De ce point de vue, la finance est le cerveau de l'économie marchande, le lieu où se concentre l'information dispersée qui émane de la myriade des échanges.

C'est pourquoi, garantir la stabilité du système financier, c'est-à-dire conjurer le risque systémique, c'est garantir l'intégrité de la monnaie. Dans les économies modernes, où la monnaie est essentiellement scripturale et émise par des banques commerciales, la souveraineté qui garantit la forme de monnaie acceptable par tous est déléguée par l'État à une banque hiérarchiquement supérieure aux autres banques, la banque centrale. Le lien monnaie-finance est évidemment très étroit dans cette conception, et ceci nous amène tout naturellement à l'auteur principal qu'est John Maynard Keynes. Il y a donc une politique de la monnaie à travers le système financier, à l'égard du système financier ; ce qui implique que la banque centrale ait des outils. La banque centrale doit avoir des outils de régulation de la finance, en même temps qu'elle maintient l'acceptabilité de la monnaie, sa valeur, et par là la valeur de tout le reste. Les contreparties dans les échanges validés par les paiements sont ce qui est perçu comme la valeur de la monnaie par les gens qui l'acceptent comme liquidité absolue, en opposition à la vision néo-classique suivant laquelle la finance est totalement autonome par rapport à la monnaie (cf. la théorie quantitative et sa neutralité). Notre point de vue est précisément, à travers Keynes, que monnaie et finance sont imbriquées. La monnaie est endogène et diverse à son émission. Son unité est réalisée dans le système de règlement des dettes. La manière dont elle est réalisée, sous le contrôle de la banque centrale, garantit la permanence de son acceptabilité ; ce qui est perçu comme la valeur de la monnaie. Il y avait donc un premier problème que l'on se posait : comment

comprendre le mode de régulation de la finance par la banque centrale ?

Le fait d'avoir accumulé des expériences à la fois à la Banque de France, à Paris, pendant la préparation de l'euro, puis à la Fed de New-York pendant six mois, m'a beaucoup aidé à comprendre ce qu'était la position de la banque centrale vis-à-vis de la finance, bien sûr, mais également vis-à-vis de l'État. Sur cette relation entre banque centrale et État – vous me demandiez quelle expérience a marqué ma construction théorique de la monnaie – tous les séminaires de l'École des hautes études en sciences sociales que nous avons pilotés avec André Orléan à partir de 1992 et qui sont à l'origine de l'ouvrage *La monnaie souveraine*, puis ensuite ceux avec Bruno Thérêt qui ont conduit à *La monnaie dévoilée par ses crises* (Thérêt, 2007 ; Boyer, 2008), ont permis de révéler ce qu'est le système monétaire à partir de ses crises. Cette expérience a été très importante parce qu'elle a donné lieu à un ensemble de participations pluridisciplinaires très riches. La question cruciale qui est apparue et qui n'était pas explicite dans *La violence de la monnaie* est celle de la dette comme dette primordiale, dette fondamentale, dette de vie, etc.

Depuis est arrivé l'énorme travail de Graeber (2001) sur la dette qui conforte beaucoup cette conception. La notion de dette trace une problématique de la tension dette privée/dette sociale. Le lien entre l'État et la dette sociale est très fort, c'est plus qu'un aspect opérationnel de faire fonctionner le système de paiements. Ce lien est occulté aujourd'hui en Europe parce que le lien organique entre la banque centrale et l'État a été coupé. En effet, la Banque centrale européenne est une entité fédérale responsable du système de paiements de l'euro, alors que les dettes sociales sont demeurées nationales. Dette sociale veut dire que c'est la dette des membres de la société vis-à-vis de la société entière en tant que contrepartie du capital collectif, c'est-à-dire du système des biens publics qui permet à la société d'exister. Par conséquent, la monnaie va jouer un rôle décisif, puisque c'est le medium du paiement par l'impôt de la dette des individus sur toute leur vie à l'égard du collectif, de la société dans son ensemble, par l'intermédiaire de l'État, qui va être le gérant de la dette sociale. Ceci est très important. Cela veut dire qu'à ce moment-là, l'impôt, et son paiement en monnaie, jouent un rôle décisif dans ce lien monnaie-État. Ce qu'on appelle couramment la dette publique est le transfert intergénérationnel de la dette sociale. Si l'État produit du capital collectif, c'est un processus qui s'étend dans la durée, qui établit en quelque sorte la cohérence intergénérationnelle de la société au travers de la dette publique. C'est par la dette publique qu'on est liés les uns aux autres, de génération en génération. Par conséquent, si la dette publique est le transfert de la dette sociale, donc du paiement par les différentes générations des biens collectifs qui établissent la cohésion de la société dans le temps, cela signifie que la dette publique ne doit pas être ravalée au niveau des dettes privées. Cela veut dire que des stress de marchés financiers, liés au risque systémique, au fait qu'on a mal géré cette qualité de la monnaie pendant toute la période où l'on a laissé les dettes privées dériver, vont contaminer la dette publique par l'intermédiaire du sauvetage par l'État de l'ensemble du système financier, donc de la monnaie.

Ceci signifie surtout que le lien entre monnaie et État est organique, profond. Il se traduit d'une manière opérationnelle par le fait que la banque centrale doit mettre la dette publique hors marché lorsque le marché est incapable de l'évaluer, donc de la détenir. C'est ce qu'ont fait les banques centrales anglo-saxonnes dès le début et qui n'a pas été fait en Europe ; d'où le drame de la crise de la zone euro. Cela n'a pas été fait en Europe parce que nous n'avons pas ce lien organique. L'incomplétude de l'euro apparaît

tout de suite. Le lien organique doit être constitutionnalisé. Cela signifie que l'État est garant du capital de la banque centrale et que la banque centrale est garante de la dette publique. Il y a donc une solidarité réciproque extrêmement forte. Ce qui, sur le plan de la confiance, établit le lien entre la confiance « éthique » fondamentale, qui est caractéristique de la nature de la monnaie en général, et la confiance « hiérarchique », qui caractérise le fait que l'État est bien là pour exprimer la souveraineté et la déléguer à la banque centrale. Il faut un ordre constitutionnel pour valider une certaine définition de l'indépendance de la banque centrale dans le cadre d'un lien organique entre banque centrale et État ; c'est la charte de la banque centrale. C'est le lien qui existe entre le Parlement, le Congrès américain et la Fed par exemple. Dans d'autres pays, c'est le lien entre le gouvernement et la banque centrale, comme en Angleterre par exemple. Mais ce lien est absolument essentiel. Cet ordre constitutionnel n'existant pas en Europe, il y a forcément incomplétude de l'euro.

2. Les crises monétaires : origines, formes, politiques de résolution

- 6 **RR : Dans un entretien donné à la *Revue de La Régulation* (Diaz-Bone, Orléan, 2013) en 2013, André Orléan considère que « la monnaie est ce bien spécifique dont la liquidité est absolue ». Il rejette la conception néo-classique de la monnaie car « elle sous-estime radicalement une réalité qui joue pourtant un rôle économique essentiel, à savoir l'incertitude ». Partagez-vous ce point de vue ?**
 - 7 **Michel Aglietta :** Comment appréhender la notion d'incertitude par rapport à nos préoccupations ? Elle est évidemment complètement intégrée à ce que j'ai dit dès le début de cette interview en définissant la monnaie. Il n'y a pas de substrat naturel fournissant un substrat à la valeur. Qu'est-ce qui fait que les théoriciens de « l'économie pure » parlent d'efficience à la fois des prix futurs et d'un équilibre général des prix de marché ? C'est le présupposé des valeurs fondamentales futures des biens qui sont prédéfinies, et uniquement fonction de facteurs naturels, de la technologie, des utilités et des ressources. C'est uniquement cela qui permet de ne pas prendre en compte l'incertitude mais seulement le risque. Ce que propose Keynes est une différence radicale entre risque et incertitude. Dès lors qu'il y a incertitude, au sens de l'incapacité du marché à reconnaître des valeurs fondamentales, comment prendre en compte cette notion d'incertitude ? Je la prends en compte, à la Jean-Pierre Dupuy (1991), comme provenant de l'hétérogénéité même de la notion de temps. Une économie de type naturaliste présuppose qu'elle est la même chose qu'une science de la nature. Il existe un temps causal qui permet de dégager des lois et ces lois se projettent dans le futur. Par conséquent, la notion de valeur fondamentale est préexistante, ce n'est pas le marché qui l'a conçue. L'hétérogénéité de la flèche du temps causal, qui va nécessairement du passé vers le futur, et celle du temps contrefactuel des anticipations, qui va des anticipations sur l'avenir aux actes présents par réflexivité, n'est pas comprise. La théorie de l'efficience des marchés financiers dans le cadre d'un équilibre général des prix pose l'homogénéité du temps économique. Dans le cadre d'une évaluation cohérente de tous les prix présents et futurs jusqu'à l'infini, la notion de liquidité absolue n'a pas de sens.
- Mais quand on dit que la valeur est produite par le rapport monétaire, qu'est-ce que cela veut dire dans le futur ? Cela signifie que la finance est un commerce de promesses.

Et que par conséquent, il n'existe que des croyances dans l'effort subjectif de percer l'incertitude de l'avenir. S'il n'existe que des croyances dans le futur, quelle est la force du marché ? C'est d'établir une coordination anonyme de ces croyances par polarisation auto référentielle des interactions des acteurs qui recherchent la connaissance de l'avenir chez les autres. La polarisation des croyances que permet l'interaction des stratégies de recherche d'une croyance stable produit une convention commune, un point focal. Ce qui définit une valeur dans le futur est uniquement une croyance qui fait retour sur le présent par la force du marché. Ce qui signifie que les futurs sont évidemment indéterminés puisqu'il y a une infinité de croyances possibles. Quand il y a convergence sur une croyance, vous avez un prix de marché financier, donc une valeur des actifs exprimée par ce prix, du capital par conséquent, qui est fonction de cette croyance. Pour une autre croyance, vous en avez un autre. Cela signifie donc que, fondamentalement, une économie dirigée par la finance est une économie d'équilibres multiples, de sauts entre équilibres multiples.

Autrement dit, quelque chose de fondamentalement incertain, puisque vous ne pouvez pas identifier l'espace des croyances qui est radicalement indéterminé. Vous ne pouvez pas y mettre des lois de probabilité objectives ; et vous êtes dans un monde d'indétermination d'équilibre jusqu'à ce que la polarisation sur une croyance particulière, devenue commune, fasse retour sur les actions qui la réaliseront. Telle est la coordination par l'avenir sur laquelle Jean-Pierre Dupuy a beaucoup insisté. Pour moi, c'est fondamentalement la notion d'incertitude. Cela va très loin. Qu'est-ce que le temps subjectif puisque, contrairement aux sciences de la nature, nous avons cette possibilité qu'un temps subjectif fasse retour sur des actes effectifs. C'est ainsi qu'il faut penser la finance. On retrouve ici l'incertitude de Keynes, de Knight, de Minsky. La conception de l'incertitude radicale qui pose la question de la coordination par l'avenir a d'abord été introduite par Frank H. Knight (1921). L'élaboration de Keynes a ensuite conduit à la convention comme point focal qui polarise la croyance collective. Keynes a insisté sur le caractère fragile des conventions de marché¹. Hyman P. Minsky est l'auteur qui a radicalisé la thèse keynésienne en élaborant une conception du cycle financier fondée sur l'interaction de l'endettement et de l'anticipation des prix des actifs, l'endettement évoluant selon une logique de momentum conduisant de la stabilité à l'instabilité au cours de la phase euphorique du cycle (Minsky, 1980).

C'est aussi notre manière de voir les choses. Le besoin de liquidité absolue, en particulier dans les périodes de crise, est recherché lorsque l'horizon en question n'existe plus, quand il y a un repli du futur sur le présent. Les croyances sont alors totalement indéterminées. Par conséquent, la seule chose à faire, c'est revenir sur ce qui est crucial, c'est-à-dire le rapport de polarisation inaugural reconstitué. C'est ainsi qu'on a défini avec André Orléan les crises monétaires (Aglietta, Orléan, 1982), à travers la reconstitution du rapport inaugural dans les situations d'incertitude absolue où on recherche la monnaie.

En définitive, il y a deux types de crises, celles d'abord dans lesquelles il y a rejet de la monnaie instituée, c'est-à-dire les crises inflationnistes. Par voie de conséquence, les individus recherchent de nouveau ce processus de polarisation en émettant des monnaies qui peuvent être locales, comme dans le cas de l'Italie ou de l'Argentine pendant les grandes périodes d'inflation, ou encore comme dans les hyperinflations allemande de 1923-1924 ou chinoise de 1947. Et puis, vous avez les crises systémiques de la finance dans lesquelles, au contraire, la monnaie est sacralisée. À ce moment-là, c'est la liquidité absolue qui devient déterminante.

- 8 **RR : On voulait justement vous interroger sur la crise de l'euro. Pensez-vous qu'elle est terminée ? Le fait d'avoir une monnaie incomplète, une architecture déséquilibrée, est-ce encore un problème aujourd'hui ?**
- 9 **Michel Aglietta :** C'est un sérieux problème. Des progrès ont été accomplis, je les décris en détail dans mon livre intitulé *Europe : sortir de la crise et inventer l'avenir*. Avons-nous la capacité, par étapes successives, de produire une dette publique commune ? Derrière la dette publique commune, il faut une politique budgétaire intégrée, une coopération budgétaire. Pouvons-nous le faire sans un saut directement politique ? Ce qui a été fait jusqu'à présent, ce sont certaines avancées qui concernent plutôt le domaine financier : la banque centrale prend le système financier en charge à travers l'union bancaire. Mais encore faut-il que le projet d'union bancaire aille à son terme. Le processus a été lancé, cela prouve qu'on est capable de réaliser des changements institutionnels dans le sens qui convient. Sur le plan budgétaire, des réformes ont été mises en place avec : un traité d'union budgétaire ; les Hauts Conseils des finances publiques ; et le va-et-vient qu'est le semestre européen pour que les différents gouvernements mettent la procédure budgétaire dans une perspective de moyen terme et s'engagent sur des programmes de stabilité. Mais le carcan des règles arbitraires demeure. Il faut passer de cette logique paralysante à une vraie coordination, c'est-à-dire à une action collective par la coopération. Est-ce possible ? Je pense que oui : un certain nombre de transformations institutionnelles progressives de construction, selon la démarche communautaire, peut y conduire. Je fais des propositions qui vont dans ce sens dans mon livre.
- 10 **RR : La théorie de la régulation articule la monnaie aux autres formes institutionnelles pour rendre compte de manière systémique des évolutions macroéconomiques, pensez-vous que cette méthode reste pertinente aujourd'hui ? Dans quelles directions pensez-vous qu'il faille faire progresser la réflexion sur la monnaie, et quels sont ses liens avec les autres instances de régulation, dérégulation de l'économie, pour mieux rendre compte des transformations actuelles du capitalisme ?**
- 11 **Michel Aglietta :** Plusieurs choses à ce propos. La première est importante : l'ère du monétarisme est close. Il faut désormais partir de la pratique des autorités de régulation monétaire. Le principal acquis des banques centrales dans le cadre de la crise a été que l'autorégulation de la finance n'existe pas. Par conséquent, la stabilité financière est une prérogative et en même temps une responsabilité de la banque centrale. Il y a déjà là un changement très profond. Ce qu'on appelle le « non conventionnel » est là pour rester définitivement. Ceci va sans doute modifier certaines perceptions en Europe : le traité de Maastricht, avec notamment le statut de la banque centrale, n'est plus viable. La banque centrale a été obligée de le contourner. Il va falloir redéfinir une nouvelle charte. La montée de ces prérogatives de la banque centrale constitue un élément important de la régulation actuelle du capitalisme. D'un point de vue technique, cela se traduit par ce qu'on appelle la « politique macroprudentielle » et une multiplicité d'objectifs supposant une multiplicité d'instruments pour éviter des conflits d'objectifs. Il s'agit de tout un processus, d'un vrai chantier qui va se développer dans les années à venir.
- L'autre aspect, plus fondamental, se rapporte à tout ce qui tourne autour de la généralisation de la notion de capital. Cela nous invite à revisiter la richesse des nations. L'aspect le plus connu mais le moins maîtrisé est l'interaction écologie-

économie. Derrière cela, il y a une remise en cause de la notion de valeur. On voit bien que ce qui est en cause aujourd'hui, à travers ce qu'on appelle des « externalités » dans notre jargon économique, c'est l'importance de biens publics qui ne sont pas caractérisés comme tels puisque le marché est incapable de leur donner des valeurs. Il faut donc savoir quel est le processus social qui peut instituer ces valeurs pour qu'on puisse intérioriser dans un débat social, puis dans des politiques d'action, la valorisation d'un environnement social qui a été exploité jusqu'ici de manière aveugle et qui apparaît à présent comme absolument vital pour la poursuite du développement. Concernant le changement climatique, on a une externalité globale, et on a un seul prix : la valeur sociale du carbone. Celui-ci peut constituer le prix unificateur des représentations du capital et des incitations à des investissements « propres ». Mais la tâche est beaucoup plus compliquée pour ce qui concerne la biodiversité, les externalités locales et tout un ensemble de raretés qui vont apparaître dans le capital naturel. Il y a donc un important problème de valorisation à dépasser si on veut réorienter la structure de la production vers le développement durable. C'est le cas pour les investissements dans les énergies bas carbone, les transports, l'économie circulaire, la gestion des déchets, l'isolation thermique des bâtiments, etc., bref des secteurs qui appellent des innovations technologiques et une nouvelle révolution industrielle. Ce travail de valorisation passera, selon nous, par la monnaie.

La question majeure est celle du financement de cette révolution industrielle, dans la mesure où le marché n'est pas en mesure de fonctionner pour financer ce type d'investissements. Pour que le marché fonctionne, il faudrait avoir une valeur sociale du carbone suffisamment élevée dans l'ensemble du système des prix. Aujourd'hui, la conjonction d'un sous-investissement chronique, d'inégalités sociales majeures et d'un chômage élevé ne permet pas d'envisager une valeur sociale du carbone élevée, car cela générerait des tensions budgétaires et des problèmes de répartition et de justice sociale. Si vous obligez l'achat de biens de consommation durable avec une haute valeur du carbone, ceci dévaloriserait également le capital existant d'une manière extrêmement brutale pour l'essentiel des technologies avec lesquelles on a construit le mode actuel de consommation. D'où l'idée qu'il faut le faire en jouant sur la marge. Il convient d'introduire une valeur du carbone en tant que prix notionnel servant à calculer les taux de rendement internes des projets d'investissement, afin que les projets bas carbone deviennent rentables par rapport aux autres, sans pour autant dévaloriser le capital existant tout de suite. Pour cela, il faut donc faire évoluer le prix progressivement.

Privilégier l'action sur le mode de financement est essentiel. Ce qu'il faut, c'est être capable d'organiser une validation par des experts de la quantité de carbone abattue dans les projets d'investissement proposés par les entreprises. Le produit de ce volume de carbone abattu dans un investissement (transport, rénovation de bâtiments, etc.) et de la valeur sociale du carbone peut servir à calculer un actif carbone. La banque centrale interviendrait alors dans le processus en intégrant cet actif carbone à son bilan lorsque les projets ont été validés par les experts, contribuant ainsi à partager le risque avec ceux qui financent ces projets.

On peut donc ainsi lier la monnaie à une généralisation de la notion de valeur. Les avancées les plus prometteuses se trouvent dans les travaux que font les Nations Unies sur la notion de richesse inclusive et durable. Ces travaux essaient de valoriser progressivement des formes de capital exclues des comptabilités standards. Ils élargissent la notion de valeur et invitent à accepter l'idée que le prix n'est pas toujours

le prix de marché. C'est donc aussi une généralisation de la notion de prix. Le prix est un accord qui peut résulter d'un débat politique, d'un débat citoyen, mais qui suppose de mettre ensemble, par des relations non marchandes, un certain nombre d'acteurs qui s'accordent sur « quelque chose a de la valeur pour la société ». Cela permettra de faire entrer la société civile dans le processus de valorisation. C'est un énorme chantier !

- 12 **RR : En résumé, il y a deux grands chantiers, deux grandes directions qui selon vous progresseront sur la question de la monnaie. La première, c'est celle relative à la stabilisation macroéconomique, à la politique prudentielle, avec ce que vous avez dit sur les prérogatives élargies de la banque centrale. Le second volet, lui, porte sur ce qu'est la valeur, le prix, la richesse inclusive et durable, et comment on peut intégrer ces questions dans la réflexion sur la monnaie. Mais ce faisant, n'évacuez-vous pas la question d'une régulation autonome par le marché, dans la mesure où ces deux directions impliquent une action publique très forte.**

- 13 **Michel Aglietta :** Les politiques de croissance inclusives et soutenables vont rendre le renouveau de la démocratie incontournable. Pour nous, en Europe, on voit bien qu'il y a tous les niveaux d'organisation des pouvoirs publics qui sont en cause. Tout d'abord, le niveau européen. Il faut que ce soit un programme d'investissement d'envergure, et la valeur sociale du carbone doit s'inscrire à un niveau au moins aussi large que celui de l'Europe. Il y a ensuite le niveau national, puisque ce sont les États qui diront : « Pour cinq ans, je garantis tant d'abattement de carbone, tant de millions de tonnes de CO₂. À charge aux investissements privés d'aller dans ce sens, si un mode de financement permettant d'avoir un partage de risques est construit ». Ceci permettra d'attirer des financeurs. On a actuellement une épargne oisive, une surépargne mais qui ne sert à rien de positif puisqu'il n'y a pas d'investissement, d'où le caractère spéculatif de cette épargne, la montée des bourses, etc.

Mobiliser l'épargne dans des projets d'investissement implique ce genre de relations. Il est clair que cela concerne tous les niveaux publics. Il y a la question des communs, et de ce que Pierre Rosanvallon (2008) appelle la « démocratie participative ». Aujourd'hui, des organisations de la société civile expriment des besoins qui façonneront la ville de demain en cherchant à maîtriser le lien écologie-économie. Elles inventent des formes nouvelles et balbutiantes de la démocratie. Comment trouver une implication politique de quelque chose qui est aujourd'hui séparé du politique ? Dans le triangle borné par le marché, l'État et la société civile, la solution idéale passera par des formes de raisonnement public qui se rapprocheront du centre de ce triangle.

3. Un renouveau de l'ordre monétaire ? L'international

- 14 **RR : Votre avant-dernier ouvrage, *Le dollar et le système monétaire international*, s'intéresse à la monnaie internationale et aux transformations du système monétaire international. Comment analysez-vous l'internationalisation du renminbi ? À quelle condition la monnaie chinoise pourrait-elle remettre en cause la suprématie internationale du dollar, peut-on parler de guerre des monnaies ? Si oui, aurait-on un ordre monétaire fondé sur la coopération ? Comment voyez-vous l'évolution du système monétaire international ?**
- 15 **Michel Aglietta :** Il faut tout d'abord relier la notion de monnaie internationale à la théorie monétaire fondamentale qu'on a définie. Pourquoi y a-t-il un problème de

monnaie internationale ? La monnaie est l'effet d'une polarisation unanime. La liquidité absolue, ou plutôt la liquidité ultime, est absolument cruciale pour que le lien social de l'économie marchande existe. Cette polarisation, pour être stabilisée, implique un rapport organique avec l'État, avec une puissance publique. On voit tout de suite le problème que posent les échanges internationaux, puisque cette puissance publique n'existe pas à l'échelle internationale. Nous sommes dans un monde d'États-nations dans lequel il existe des espaces monétaires distincts, et où il n'existe pas de liquidité ultime, compte tenu de l'absence de forme de monnaie internationale qui ne soit pas la dette d'un pays particulier. Les DTS sont un cas particulier et marginal : ils représentent une monnaie qui n'est la dette d'aucun pays, mais ils sont actuellement presque entièrement neutralisés. Le problème est donc toujours là. C'est le premier point.

Deuxièmement, la liquidité ultime est par nature unique. Deux économistes standard, John H. Kareken et Neil Wallace, ont montré en 1981 que la concurrence des devises pour ce statut de liquidité ultime n'a pas de point d'équilibre puisque le marché ne peut pas établir un équilibre sur un bien public. Prenons le cas de deux pays, A et B, qui ont des marchés financiers de même profondeur, *i.e.* avec la même liquidité, des économies de même taille, et ayant la même envergure dans les transactions internationales. Une vision naïve serait de dire : « les gens vont se partager sur les deux ». Mais non, ce n'est pas ce qui va se passer. La moindre différence entre la perception des politiques de l'un par rapport à l'autre entraînera le basculement sur l'une des monnaies qui sera élue. Et puis ce sera l'autre, s'il y a un changement dans la perception des croyances sur le futur. Aussi les croyances sur le futur rendront-elles totalement instable le système. Sur le plan théorique, cela veut dire qu'il n'y a pas de taux de change d'équilibre entre ces deux monnaies. Par conséquent, la concurrence des devises est forcément instable du fait de la nature même de la liquidité qui est unanimité. C'est un point crucial. Un système monétaire international, s'il veut jouer son rôle de bien public, doit exprimer une liquidité ultime acceptable par tous, et inclure un mécanisme d'ajustement des balances de paiement, c'est-à-dire des rapports réciproques entre les évolutions « macro » des différentes économies.

La concurrence pour la liquidité provoque l'instabilité des taux de change. Cette instabilité pervertit le mécanisme d'ajustement par les prix relatifs. C'est exactement ce qu'on a vu dans les années 2000 avec la montée de ce qu'on a appelé les « déséquilibres globaux ». Les solutions viables passent par l'organisation d'un régime monétaire international qui produit l'acceptation d'une forme supérieure de la liquidité. Ce processus peut résulter d'une convergence historique, comme l'étalon or. La livre sterling était la devise dominante, mais la convertibilité-or mettait la politique monétaire de la Banque d'Angleterre sous une contrainte monétaire internationale qui ajustait l'offre de liquidité ultime – l'or, qui n'était la dette d'aucun pays – aux besoins du monde entier. Mais l'adéquation du système monétaire à l'essor de l'intégration financière a été brisée par la première guerre mondiale. La tentative de rétablir l'étalon or a été un échec qui a conduit le monde à la concurrence des devises à partir des années 1920, engendrant une instabilité qui devait aboutir à la crise mondiale, au repli protectionniste et aux dévaluations compétitives.

La reconstruction d'un ordre monétaire international à Bretton Woods fut d'une tout autre nature. Il fut reconstruit à partir de la domination politique, économique et militaire des États-Unis dans l'immédiat après-guerre. Ce fut un étalon dollar avec un lien formel à l'or qui n'eut pas de pertinence pour donner une contrainte de cohérence

entre l'offre et la demande de liquidités internationales. En effet, les États-Unis déterminaient leur politique monétaire sans aucun souci de la demande de liquidité internationale. Le dysfonctionnement pouvait se traduire par une insuffisance de liquidités à incidences déflationnistes ou par des excès de liquidités à incidences inflationnistes. Ce problème qui a hanté le système de Bretton Woods et a causé sa perte est connu sous le nom de dilemme de Triffin (1960). Pour que la devise-clé soit la clef de voûte d'un système monétaire international satisfaisant les deux principes de l'offre adéquate de liquidité et d'ajustements symétriques des balances de paiements, il faut que le pays émetteur respecte une condition de bouclage entre offre et demande mondiale de monnaie. La politique monétaire américaine n'a jamais respecté ce principe, préférant se réfugier derrière la formule : « le dollar est notre monnaie, et c'est votre problème ». Il faut dire que pendant plus d'un siècle les États-Unis n'étaient pas parvenus à mettre en place chez eux une monnaie centralisée à offre flexible et donc capable de gérer les crises financières. La contradiction entre le besoin d'un pouvoir fédéral doté d'instruments puissants de régulation macroéconomique et les revendications d'autonomie des États internes a nourri l'unilatéralisme des États-Unis dans les relations internationales.

Le monde a accepté la domination du dollar car il n'y avait pas de substitut. Les pays qui avaient des monnaies convertibles, qui pouvaient avoir des monnaies éventuellement capables de jouer ce rôle, étant dans l'espace politique et militaire américain, n'avaient aucun intérêt à essayer de promouvoir leur monnaie au niveau international. Cela a été le cas du deutsche mark, mais aussi du yen. Ce qui se passe depuis ce début de siècle, ce sont deux évolutions importantes. La première, c'est l'euro qui est potentiellement une monnaie internationale de grande envergure. Si on arrive à la rendre complète, c'est une monnaie concurrente du dollar. Il y a ensuite le renminbi, depuis que la Chine a resurgi en tant que puissance mondiale sur le plan économique, commercial, mais aussi financier depuis peu. En effet, dès lors que le renminbi est lancé dans un processus de convertibilité et d'internationalisation – c'est un processus qui va prendre du temps –, la monnaie chinoise est un candidat possible.

Quelles sont les forces sous-jacentes qui peuvent le promouvoir ? On a vu que les caractéristiques d'une monnaie internationale sont d'abord dans des structures de commerce et dans des espaces d'internationalisation des acteurs économiques du pays en question. Ce qui a promu le dollar, ce sont les multinationales dans les années 1950-1960. Ce qui est en train de se passer, c'est un développement relatif du commerce entre pays émergents. En Asie, il s'agit d'une régionalisation forte. C'est manifestement l'affirmation de la politique chinoise d'être le pôle monétaire en Asie et de chasser le dollar de la zone. Cette évolution fait partie de la régionalisation du monde. Selon Dani Rodrik (2011), il ne peut pas y avoir de globalisation totale et multilatérale s'il n'y a pas d'espace politique qui lui corresponde, c'est-à-dire mondial. Puisque ceci est aujourd'hui encore de l'ordre d'une virtualité très éloignée, la globalisation doit reculer dans des espaces viables. L'organisation régionale en est une force importante, parce qu'elle permet à la subsidiarité de fonctionner. On peut résoudre énormément de problèmes, notamment d'instabilité financière, à l'intérieur de l'espace régional, sans pour autant provoquer des effets externes dans le monde entier. Pour cela, il faut avoir une gestion active de cette instabilité par la banque centrale dominante de l'espace régional et une coordination multilatérale efficace à l'intérieur de cet espace. L'intensité des échanges devrait parvenir à susciter la compréhension de ces interdépendances. Il n'est pas nécessaire d'avoir une seule monnaie comme en Europe.

Un ensemble coopératif de monnaies avec une devise clé de la région peut suffire. Mais se pose alors la question fondamentale : si cette évolution se poursuit, il y aura, à terme, une configuration mondiale pluri-devises. Et s'il y a impossibilité dans cet espace pluri-devises que ce soit la concurrence qui résolve le problème de la liquidité mondiale, il y aura besoin d'une manière ou d'une autre d'une gouvernance globale. À quel moment se posera le problème ? À quel moment les États-Unis seront-ils amenés à repenser l'ordre monétaire post-Bretton Woods ? Je pense que ce sera le cas lorsque les interactions qui résultent de leur politique unilatérale sur les autres feront retour sur leur économie. Malgré les perturbations subies par les pays émergents du fait de la politique américaine de *quantitative easing*, il n'y a pas eu, pour l'instant, de retour des perturbations de change et de taux d'intérêt des différents pays émergents sur les taux d'intérêt américain. L'autonomie du taux d'intérêt long américain est le cœur même à la fois de la politique monétaire des États-Unis et du fonctionnement de la finance américaine. Si cette indépendance du taux américain n'avait plus lieu, si en particulier la détention de la dette américaine se faisait à travers des rapports de force plus affirmés, avec par exemple des créanciers étrangers qui demanderaient de la libeller en une autre devise que le dollar, à ce moment-là une crise des relations monétaires internationales se produirait et la nécessité d'une régulation multilatérale deviendrait pressante.

- 16 **RR : Quand peut avoir lieu ce basculement ? Qu'est-ce qui peut l'accélérer ?**
- 17 **Michel Aglietta :** Deux éléments sont décisifs : le développement économique accéléré de régions qui deviennent des zones de pouvoir, c'est-à-dire des zones de capacités économiques aussi fortes que les États-Unis ; mais également la convertibilité monétaire qui peut faire qu'on jouera la concurrence de devises et qu'on verra monter une instabilité des taux de changes. Et si on vit dans un monde d'instabilité des changes, dans les conditions actuelles, avec des pays qui ne sont pas dans l'orbite américaine politiquement, les effets réciproques d'influence feront apparaître des coûts de défaut de coordination importants qui tendront à accélérer le processus de basculement.
- 18 **RR : Donc le géopolitique a une place importante. Il y a des pays qui cherchent à se passer du dollar, en Amérique latine, en Asie, où un régionalisme se met en place. Est-ce seulement la volonté politique de certains États de contester la suprématie du dollar qui peut accélérer les choses ? Ou croyez-vous que ce sont plutôt les acteurs privés qui peuvent faire basculer le système monétaire international ?**
- 19 **Michel Aglietta :** Non, bien sûr, les acteurs privés ne suffisent pas parce que la monnaie est politique. Les acteurs privés peuvent créer plus ou moins d'instabilité en fonction de leurs arbitrages. Les portefeuilles importants de gros investisseurs institutionnels qui basculent d'une monnaie à une autre créeront cette instabilité. Ils y participeront en tout cas. Mais les acteurs privés ne résoudre pas la question de fond parce que, fondamentalement, la concurrence des devises par le marché ne crée pas un équilibre unique. C'est le problème théorique fondamental, sous-jacent à la nature même de la monnaie dont on a parlé précédemment. En effet, le politique va jouer un rôle important pour l'instauration de règles communes, d'un minimum de *understanding* multilatéral. Cela pourrait se faire à travers le Fonds monétaire international qui redeviendrait alors une véritable instance monétaire, statut qu'il a

perdu depuis les accords de la Jamaïque de 1976. Voilà un scénario possible. Sans cela, le danger, c'est de revenir à des blocs régionaux fermés les uns aux autres.

4. Un renouveau de l'ordre monétaire ? L'infranational

20 **RR : On aborde maintenant la question des monnaies locales complémentaires. Comment expliquez-vous leur développement récent ?**

21 **Michel Aglietta :** Les expériences de monnaies locales me semblent poser les questions suivantes : s'agit-il de monnaies tronquées, c'est-à-dire de moyens de transaction ne prenant pas en compte la dimension temporelle, dans la mesure où elles n'incluent pas la fonction de réserve de valeur ? Sont-elles des monnaies de crédit ? Pour moi, les monnaies locales peuvent jouer un rôle dans un certain nombre d'initiatives sociales : par exemple, permettre à des individus non bancarisés d'accéder à des transactions qu'ils ne pourraient accomplir sans ces instruments monétaires. Dans le monde actuel caractérisé par le fractionnement social, ces monnaies complémentaires ont sans doute un rôle très positif, mais peut-on aller plus loin ?

Pour cela, il faudrait que ces monnaies soient des supports d'intermédiation financière permettant d'irriguer des écosystèmes industriels. Par exemple pour financer des investissements de la transition écologique, des investissements locaux insérés dans des pôles de compétitivité ou participant à la rénovation urbaine. Si ces investissements sont nombreux et de petite taille au niveau local, leur financement passe par des apports en capital mais aussi par le crédit. Le besoin des créanciers de pouvoir stocker la liquidité pour se prémunir du risque de crédit implique un essor des monnaies locales beaucoup plus important que lorsque celles-ci se limitent à de simples monnaies de transaction. À ce moment-là se posent pour ces monnaies locales tous les problèmes de la régulation de la monnaie.

On tombe alors sur la question de leur connexion avec la monnaie officielle. Si l'émetteur de la monnaie n'est pas un acteur bancaire, comment celui-ci est-il capable de gérer les risques qui correspondent à toute monnaie de crédit ? Quel sera son lien avec la banque centrale ? En Suisse, il y a des vraies monnaies de crédit qui sont des monnaies locales, mais pas en France semble-t-il.

22 **RR : Bien sûr ces expériences monétaires complémentaires posent de nombreuses questions. Comment fait-on pour les faire accepter même auprès d'une petite communauté marchande ? Quels sont les référents symboliques et pratiques qui sont mobilisés pour asseoir la valeur et donc la confiance dans cette monnaie ? Pour le cas argentin, par exemple, les instigateurs des systèmes monétaires locaux originels ont fortement emprunté les référents symboliques et pratiques de la monnaie nationale pour faire valoir et accepter leur monnaie locale, tantôt pour s'en démarquer tantôt pour s'en rapprocher selon le contexte de genèse ou de crise de leur monnaie (Ould Ahmed, 2010).**

23 **Michel Aglietta :** Oui, sinon, cela voudrait dire que l'espace de transaction est complètement séparé de l'ensemble des échanges marchands. Il y a des monnaies dans lesquelles le schéma de circulation est complètement fermé, donc il peut fonctionner tout seul. Mais on ne peut rien acheter d'autre à côté. Lorsque c'est complètement imbriqué – ce qui est plus intéressant –, il faut voir dans ce cas les formes de convertibilité requises. Certaines de ces monnaies jouissent d'une convertibilité complète. À ce moment-là, c'est bien un prolongement de la monnaie nationale, mais

cela n'apporte pas d'élément d'innovation particulier. Cela étend l'espace de circulation qui, pour des raisons d'imperfection liées à la distribution des revenus, à des situations précaires, etc., rencontre un problème d'échange. S'il s'agit de monnaies qui cherchent à être closes sur elles-mêmes et à fabriquer une communauté en soi, c'est quand même autre chose. Les monnaies complémentaires argentines étaient-elles fondantes ?

24 **RR : Les monnaies issues du réseau de troc originel, oui, à partir de 2003. Mais cela était mal perçu par les participants.**

25 **Michel Aglietta :** C'est bien le problème. Avoir des taux de change fluctuants est une interrogation forte. Que se passe-t-il à partir du moment où les gens achètent dans un sens et ne peuvent pas revenir ? Si on veut récupérer de la monnaie bancaire ou du cash à un moment donné, à ce moment-là, l'émetteur de la monnaie en question a une responsabilité de contrôler l'offre, de valider ce que les gens lui demandent. Ceci devient quelque chose de tout à fait différent. Supposons que tout le monde veuille rebasculer dans la monnaie nationale à un moment donné, pour une raison de crise locale, la question est : quelle garantie on leur donne, et qui porte le risque ?

26 **RR :** Il y a la question de fond qui est celle de la convertibilité avec la monnaie légale. Mais il y a une autre question que vous posez et qui renvoie à la nature de la monnaie : est-ce qu'on accorde des crédits en monnaie locale c'est-à-dire qu'on fait une avance et donc on introduit le risque ? Ou bien est-ce qu'on est uniquement dans une monnaie de transaction, où on convertit une monnaie légale en monnaie qui a un nouveau nom, et qui représente certaines valeurs sociales, éthiques, derrière lesquelles les citoyens se retrouvent ?

27 **Michel Aglietta :** Oui. Ce n'est pas de même nature. Ce que je crois, c'est qu'on va avoir un grand besoin d'investissements, de changer de régime de production, et de bien d'autres choses comme en particulier de reterritorialiser ce qui a été désindustrialisé.

28 **RR :** Ne pourrions-nous pas imaginer une articulation plus étroite entre ces monnaies locales et la monnaie nationale ?

29 **Michel Aglietta :** Bien sûr. Dans notre logique, dans notre théorie, on a montré que le fractionnement monétaire est une des caractéristiques intrinsèques de la monnaie : la centralisation et le fractionnement sont en interaction pour que la monnaie fasse ce qu'elle doit faire, c'est-à-dire que la liquidité soit vraiment acceptée ; que le crédit puisse ne pas être trop instable et être régulé ; que les fonctions de la monnaie soient vérifiées. Les monnaies bancaires sont des monnaies de nom « bancaire », autrement dit il y a le nom de la banque. On a créé un processus très centralisé d'une certaine manière qui fait que ces monnaies sont considérées comme équivalentes par les gens. À l'époque de la faillite du Crédit lyonnais, les gens dont les salaires étaient versés sur des comptes au Crédit lyonnais ne se sont pas posés la question de savoir ce qui allait se passer.

Le système des banques libres américain a existé pendant très longtemps et a posé un certain nombre de problèmes. Finalement, dans les États où la finance était développée, on a assisté à une reconstitution de l'équivalent d'un acteur central par l'intermédiaire des chambres de compensation. C'est l'expérience de la Suffolk Bank et des chambres de New York. Mais là où il n'y en avait pas, dans les périodes de pénurie de liquidité, il y avait des décotes qui pouvaient être très importantes. À ce moment-là, il faut accepter des décotes de certaines monnaies locales par rapport à d'autres en l'absence de processus de convertibilité organisé. C'est tout le problème du fractionnement.

- 30 **RR : Les monnaies locales permettent de repenser le lien entre les acteurs de la société civile et le politique ou, pour reprendre ce que vous disiez, de penser la démocratie participative. Cela pose la question de la nature du rapport et les formes d'articulation entre la société civile et les collectivités locales, voire nationales.**
- 31 **Michel Aglietta :** Ces monnaies locales prouvent qu'on peut échapper au système bancaire, donc à la banque centrale. Aujourd'hui, il y a un retour à l'idée du « 100 % monnaie », c'est-à-dire à un système où seules des entités publiques émettent la monnaie. L'idée est défendue par Jaromir Benes et Michael Kumhof (2012) du Fonds monétaire international. Des réflexions sont menées dans ce sens. On retombe sur le lien organique du public et de la monnaie qui est absolument décisif au niveau le plus fondamental. Ce lien étroit doit être pris en compte à chaque fois qu'on essaye de faire avancer un système monétaire, une innovation monétaire.

5. Les technologies monétaires et l'avenir de la banque centrale

- 32 **RR : Abordons maintenant la question des bitcoins qui font beaucoup parler d'eux depuis plusieurs années. De nombreux États s'inquiètent de leur développement et de l'opacité sous-jacente à leur statut et aux opérations qu'ils soutiennent. Que pensez-vous des bitcoins ? Est-ce de la monnaie ou un actif financier ? Pourquoi certains agents décident-ils d'utiliser cet instrument de paiement ? Doit-on les interdire ?**
- 33 **Michel Aglietta :** On parle ici des monnaies virtuelles. Le bitcoin est un type particulier de monnaie virtuelle. Il pose de toute évidence le problème de la confiance, de la *reliability* comme disent les Anglo-Saxons. Les systèmes virtuels de monnaies, de devises, peuvent se définir par le mode de leur interaction avec la monnaie légale, la monnaie officielle. Les plus intéressants sont les schémas bidirectionnels, c'est-à-dire les systèmes dans lesquels il y a convertibilité des deux côtés. C'est le cas du bitcoin par exemple. On peut y entrer et en sortir. De ce point de vue, les monnaies virtuelles se distinguent des pures monnaies électroniques. Je me rappelle, au début des années 2000, avec Laurence Scialom, on avait travaillé sur cette question (Aglietta, Scialom, 2002). C'était à propos du porte-monnaie électronique. Puis on s'est aperçu qu'en réalité il ne posait pas de problème car cela partait de comptes bancaires et allait vers des comptes bancaires. La régulation pouvait donc être faite à travers le système traditionnel. Il ne s'agissait que de prolongements de techniques de paiement, rien de plus. La question est autre lorsqu'on a des schémas virtuels, de type bitcoin, qui se développent avec des unités de compte spécifiques, avec par conséquent des problèmes de change fluctuants vis-à-vis de la monnaie officielle. Comment se fait alors le contrôle ?

La différence entre monnaie locale et monnaie virtuelle, c'est qu'a priori dans le deuxième cas on peut avoir une surface beaucoup plus large, mondiale, avec des transactions sur Internet. Ces monnaies peuvent en outre être émises par des acteurs puissants. Pour l'instant on parle du bitcoin, mais supposons que les très grands acteurs d'Internet comme Google, Alibaba, Amazon émettent des monnaies – ce qu'ils peuvent faire à coût marginal presque nul grâce à leur maîtrise des technologies de transaction.

On entrerait alors dans le domaine de la concurrence d'émetteurs monétaires par rapport aux monnaies bancaires, ce qui poserait problème aux banques centrales.

La question qu'il faut se poser est de savoir si, par rapport à ces schémas virtuels et à leur potentialité, le bitcoin et les monnaies virtuelles apparaissent comme une aberration ou un germe de quelque chose de nouveau. Certains économistes américains, par exemple Kenneth Rogoff (2014), disent que les innovations monétaires ne doivent pas être ralenties parce qu'elles contribueront, en réalité, à renforcer le mode d'intervention de la banque centrale. Si on arrive à éliminer le cash à l'aide de monnaies virtuelles, la barrière du taux zéro saute, et on peut même pratiquer des taux d'intérêt négatifs dans des périodes où cela est nécessaire, comme par exemple après la crise de 2008 où le taux d'intérêt naturel était d'environ -5 % aux États-Unis. On était à cette époque dans une période de stagnation puisque le taux d'intérêt réel de marché ne pouvait pas descendre en dessous.

Tout cela est un futur possible. Mais d'un autre côté, comment contrôle-t-on l'offre de monnaie avec des acteurs qui ne sont pas bancaires et qui ont une responsabilité qui manifestement devient de type bancaire ? Voilà le problème principal posé par les monnaies virtuelles. Quel peut être l'avantage de décider d'avoir ce type de monnaie ? Fondamentalement la réduction du coût de transaction grâce à la rapidité des transactions. Par rapport à ce que taxent les banques quand on utilise la monnaie bancaire, il est clair qu'il y a une baisse de coût considérable qui peut entraîner une adhésion massive d'utilisateurs. Aussi ces monnaies ont un potentiel de développement dont l'avantage évident est le faible coût de transaction.

Pour le bitcoin proprement dit, qu'y a-t-il de différent ? Il n'y a pas véritablement d'émetteur. C'est ce qui est fantastique ici. C'est le *peer-to-peer*, tout cela repose sur un réseau subtil d'acteurs. Il y a, en effet, une entrée, mais elle n'est pas la même que celle d'un émetteur qui a une responsabilité à l'égard de la monnaie, de sa convertibilité. Qui accepte cette originalité ? Ces instruments monétaires sont pour l'instant au service des utilisateurs des réseaux et communautés sur Internet, pour le paiement de certains produits, loisirs et voyages. Leur acceptation reste très limitée. Est-ce qu'ils peuvent se développer ? Le bitcoin lui-même peut-être pas. Mais pour les autres monnaies virtuelles, la question reste ouverte.

Pour ce qui est du bitcoin, ses caractéristiques sont les suivantes : il n'est complètement convertible avec aucune monnaie officielle ; il existe des plateformes d'échange multiples pour la transaction entre bitcoins et devises, ce qui permet de spéculer énormément ; c'est une monnaie de spéculation par la nature même de ce change flottant ; il y a un *software* très lourd pour y entrer et l'utiliser ; c'est aussi une monnaie de réserve parce qu'elle peut être stockée, mais elle l'est dans des sortes de portefeuilles digitaux qui sont des abstractions. C'est une avancée de l'abstraction monétaire par rapport à celle qui existait jusque-là. La monnaie est stockée à travers des clés spéciales dans ce qu'on peut appeler un portefeuille électronique à l'intérieur, d'une part, de l'ordinateur de chaque utilisateur et, d'autre part, de celui qui est responsable de l'ensemble de l'algorithme. Il y a une clé à la fois publique et privée.

Je ne connais pas cette technique dans le détail, elle paraît assez compliquée... Mais cela n'empêche pas de se poser la question de l'avantage du bitcoin ? Quel est-il ? La réponse est simple : l'anonymat. Et cela est extraordinaire ! L'avancée technologique du bitcoin est de pouvoir arriver à contrôler un système de transactions sans qu'il y ait identification de celui qui l'utilise. On a un système de paiements dans lequel il n'y a pas de trace de l'initiateur de la transaction. C'est en effet quelque chose de nouveau.

Apparemment cela permet des transactions meilleur marché, une baisse du coût de transaction. D'où l'idée théorique que le bitcoin serait un rejeton de l'école autrichienne. En effet, l'école autrichienne (Eugen von Böhm-Bawerk, Friedrich Hayek, etc.) soutient l'idée qu'il faut détacher la monnaie de l'autorité politique. Ce lien organique dont je parlais, il faut le casser. Il existe cependant une différence de taille : l'école autrichienne avait parfaitement vu le problème de l'instabilité de la valeur qui potentiellement se pose derrière ces monnaies. C'est pourquoi elle préconisait que la monnaie soit rattachée à une valeur intrinsèque objective et qui ne dépend pas de l'État. À l'époque, c'était l'or. Mais aujourd'hui, cela pourrait être la valeur sociale carbone. L'important est qu'elle soit rattachée à une valeur intrinsèque. La logique est la même, à savoir la remise en cause du monopole des banques centrales. C'est le problème clef. Est-il possible d'avoir un système de monnaies purement virtuelles qui ne soit pas rattaché à quelque chose ayant une valeur ?

- 34 **RR : Si ce n'est pas totalement compatible avec les préceptes théoriques de l'école autrichienne, en revanche cela semble plus en accord avec les mouvements libertariens, notamment ceux développés aux États-Unis.**
- 35 **Michel Aglietta :** Les mouvements libertariens n'ont pas une grande connaissance de ce qu'est une monnaie, malheureusement. On peut aller vers de gros désastres si la question centrale de ce qui peut fonder la monnaie n'est pas posée. À titre d'exemple, reprenons le cas du bitcoin. Il faudrait avoir une connaissance plus approfondie de l'algorithme pour comprendre exactement ce qu'est cette espèce de grand registre qui remplace la banque centrale sur le plan de l'identification du signe monétaire, à savoir la *BlockChain* (la base de données décentralisées qui enregistre toutes les transactions du système monétaire bitcoin). Pourquoi a-t-on besoin d'un ensemble énorme d'ordinateurs qui dialoguent entre eux pour pouvoir reconnaître les transactions antérieures ? Cela complique la prévention de la fraude, car il faut pouvoir vérifier l'identité d'une transaction dans le cadre de l'anonymat sans avoir celle du transacteur. La cryptographie joue certes un très grand rôle, mais on sait qu'elle peut être très sérieusement pervertie. Cela pose de nombreux problèmes.
- 36 **RR : Oui, ceci est surprenant. Tout se passe comme si on faisait confiance à la technologie, mais pas aux émetteurs habituels de monnaie. Il y a une sorte de paradoxe. Mais ne reste-t-on cependant pas au cœur de la problématique de la monnaie, dans la mesure où tout repose, *in fine*, sur la confiance.**
- 37 **Michel Aglietta :** Bitcoin est effet une monnaie sans intermédiaire. Il n'y a pas de banque, pas d'instance financière. Mais la confiance est au cœur du dispositif et le bitcoin permet des transactions. On peut toutefois penser monnaie et système de monnaie électronique autrement encore. Les monnaies électroniques et virtuelles peuvent avoir un rôle bien différent. L'émission de monnaies électroniques privées va prendre le plus d'importance. Dans son dernier rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2014, le FMI montre que le *shadow banking* explose. C'est une forme de *shadow banking* différent de celui d'avant-crise. Vous avez des grandes entreprises qui se disent qu'elles pourraient réaliser des profits avec ces instruments et se comporter comme des banques. Le problème aujourd'hui est de savoir comment réréguler ce type de *shadow banking*. À mon avis, la banque centrale va se retrouver confrontée à ce problème de régulation financière d'ensemble. Il y a un risque macroprudentiel à contenir. C'est bien la qualité de la monnaie liée à l'instabilité financière qu'il faut contrôler, plutôt que d'engager des micro-régulations spécifiques.

Cette vision macroprudentielle est vraiment décisive, c'est l'avenir du métier de la banque centrale.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta Michel (1976), *Régulation et crises du capitalisme. L'expérience des États-Unis*, Paris, Calmann-Lévy.

Aglietta Michel et Brand Thomas (2013), *Un New deal pour l'Europe. Croissance, euro, compétitivité*, Paris, Odile Jacob.

Aglietta Michel et Coudert Virginie (2014), *Le dollar et le système monétaire international*, Paris, Repères / La Découverte.

Aglietta Michel et Orléan André (1982), *La violence de la monnaie*, Paris, PUF.

Aglietta Michel et Orléan André (dir.) (1998), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.

Aglietta Michel et Orléan André (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.

Aglietta Michel et Scialom Laurence (2002), « Les défis de la monnaie électronique pour les banques centrales », *Économies et Sociétés série Monnaie*, n° 3-4, p. 82-95.

Benes Jaromir, Kumhof Michael (2012), "The Chicago Plan Revisited", IMF Working paper, WP12/202, 71 p.

Boyer Robert (2007), note de lecture « Bruno Théret (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises* », Éditions de l'EHESS, Paris, 2007, *Revue de la régulation*, n° 3/4, 2^e semestre/Autumn.

Diaz-Bone Rainer, Orléan André (2013), « Entretien avec André Orléan », *Revue de la régulation*, n° 14, 2^e semestre/Autumn.

Dupuy Jean-Pierre (1991), *La Panique*, Paris, Les empêcheurs de penser en rond.

Girard René (1972), *La violence et le sacré*, Paris, Grasset.

Graeber David (2011), *Debt. The 5.000 years*, New York, Melvillehouse.

Kareken John, Wallace Neil (1981), "On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, 96(2), p. 207-222.

Keynes John Maynard [1936] (1959), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Edition Payot.

Knight Frank H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, Houghton Mifflin.

Minsky Hyman P. (1980), "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", *Journal of Economic Issues* XIV.2, Juin.

Ould Ahmed Pepita (2010), « Les "clubs de troc" argentins : un microcosme monétaire Credito dépendant du macrocosme Peso », *Revue de la Régulation*, n° 7, 1^{er} semestre / Spring.

Rodrik Dani (2011), *The Globalization Paradox*, Norton and Co.

Rogoff Kenneth (2014), “Costs and benefits to phasing out paper currency”, presented at NBER Macroeconomics Annual Conference, April 11.

Rosanvallon Pierre (2008), *La Légitimité démocratique*, Paris, Le Seuil.

Théret Bruno (2007), *La monnaie dévoilée par ses crises*, 2 volumes, Paris, éditions de l'EHESS.

Triffin Robert (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The future of convertibility*, Yale University Press.

NOTES

1. John Maynard Keynes (1936) analyse la question de la confiance dans l'avenir dans le chapitre 12 de la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*.