

Définition et intégration de la monnaie : l'apport de la thèse de l'endogénéité

Jean-Luc Bailly et Claude Gnos

Selon la thèse de l'endogénéité, la quantité de monnaie créée par les banques est déterminée par la demande de crédit de la part des ménages et des entreprises pour le financement de tout ou partie de leurs dépenses. Cette thèse, qui occupe une place centrale dans la macroéconomie post-Keynésienne, nie les relations de causalité posées par les analyses traditionnelles inscrites dans la problématique néoclassique. C'est ainsi que les post-Keynésiens contestent le sens de la causalité entre les prêts et les dépôts qui fonde la représentation du multiplicateur de crédit : dans la réalité, soulignent-ils, ce sont les prêts qui font les dépôts et non l'inverse¹. Les réserves en monnaie centrale sont ainsi déterminées de façon endogène, les banques créant la monnaie « *ex nihilo* » et se refinançant auprès de la banque centrale en fonction de leurs besoins de liquidités, au lieu que la monnaie centrale constitue la « base » à partir de laquelle les banques peuvent accorder des crédits. Il s'ensuit notamment que l'expansion de la masse monétaire ne commande pas l'évolution du niveau des prix mais au contraire en dépend. C'est ainsi, également, que les post-Keynésiens considèrent le taux d'intérêt comme une variable exogène. L'offre de monnaie ne peut pas être définie indépendamment de la demande, si bien que le taux d'intérêt ne peut pas résulter de la confrontation de ces deux fonctions : sa détermination reste à la discrétion de la banque centrale (ce qui ne signifie pas pour autant que le taux d'intérêt soit fixé arbitrairement c'est-à-dire indépendamment de considérations économiques, cf. Rochon, 1999).

Cependant, la thèse de l'endogénéité de la monnaie ne se rapporte pas seulement au comportement des banques et au fonctionnement du système bancaire. Elle soulève aussi des questions plus fondamentales pour la théorie économique, particulièrement celles de la nature de la monnaie et celle, liée, des modalités de l'intégration de cette dernière à l'économie. L'objectif du présent chapitre est d'examiner ces deux dernières questions.

Nous observerons tout d'abord (Section 1), en référence au principal ouvrage qui a popularisé la thèse de la monnaie endogène (Moore, 1988), que la définition

¹ Pour une présentation synthétique et très récente de cette thèse, cf. Goodhart (2002).

habituelle de la monnaie comme un objet spécifique, actif réel ou financier, conditionne l'approche traditionnelle, fondée sur la thèse de l'exogénéité de la monnaie. Le rejet de cette définition se confirmera comme étant une condition du rejet de cette approche et en particulier de la théorie quantitative. Toutefois, la pertinence de la critique ne garantit pas la rigueur de la définition proposée par les auteurs post-Keynésiens. Nous constaterons en effet (Section 2) que ces auteurs donnent de la monnaie une définition – la monnaie serait une dette des banques - qui est contredite par la réalité comptable des opérations monétaires. Comment résoudre la difficulté ? Nous montrerons (Section 3) que la solution est à rechercher dans la distinction des objets mobilisés par les fonctions traditionnellement attribuées à un seul et même objet. Nous constaterons enfin que la résolution de cette difficulté permet de compléter notre compréhension de l'endogénéité de la monnaie et des modalités de son intégration à l'économie.

1. La définition de la monnaie au cœur du rejet de la thèse de l'exogénéité

Le lien entre le rejet de la thèse de l'exogénéité, qui fonde l'analyse traditionnelle du fonctionnement des banques et de la relation entre la monnaie et les prix, et la question de la nature de la monnaie constitue en vérité un leitmotiv de l'ouvrage de Moore (1988). Selon l'auteur, l'analyse traditionnelle est liée à une conception historiquement datée, celle de la monnaie-marchandise :

Il se peut que ce paradigme ait été autrefois pertinent dans un monde de monnaie marchandise ou de monnaie fiduciaire, mais il n'est pas applicable au monde actuel où la monnaie est de crédit. (Moore, 1988, p. 3)

Cette entrée en matière n'est certainement pas irréprochable. Se référant aux travaux d'auteurs comme Innes (1913), Heinsohn et Steiger (1983), et aussi Polanyi et *alii* (1957), Wray (1990, 2000) met en doute l'évolution historique supposée de la monnaie qui, de marchandise choisie pour faciliter les échanges, se serait progressivement transformée en monnaie de crédit émise par les banques à la demande de clients en quête de financements. Il semble bien, souligne-t-il, que la monnaie, historiquement, ait été d'abord une unité de compte inventée pour calculer des dettes liées à l'apparition de la propriété privée. Ainsi, la monnaie serait née d'opérations de crédit (Wray, 1990, p. 54). Nous verrons plus loin que d'un point de vue analytique également il est possible de contester ce que Servet (1988) appelle la « fable du troc ». Pour le moment, attachons-nous à approfondir le lien que Moore décèle entre la définition de la monnaie comme une marchandise et l'approche traditionnelle.

Pour Moore, le point capital est dans le fait que la quantité disponible d'une monnaie-marchandise ou d'une monnaie fiduciaire, cette dernière n'étant au fond qu'un succédané de monnaie-marchandise, peut être considérée comme déterminée de façon exogène par rapport aux équilibres réels : c'est la quantité disponible de la matière dont est faite la monnaie ou la politique de l'Institut d'émission qui sont déterminantes. L'offre de monnaie peut alors être rendue responsable, comme l'ont prétendu les initiateurs de la théorie quantitative, de l'évolution des prix :

La conception de la monnaie comme un facteur causal était au centre de la formulation de la théorie quantitative par Locke et Hume, lorsque la monnaie était liée au stock domestique d'or et d'argent. (Moore, 1988, p. 5)

Au contraire, explique l'auteur, la monnaie moderne, qui prend la forme de dépôts en banque, est créée en réponse à une demande de crédit de la part des agents économiques. Cette demande dépend du niveau des prix et des salaires que les particuliers et les entreprises doivent payer. Ainsi, la causalité est inversée : ce sont les prix qui, la production et l'emploi étant donnés, déterminent la quantité de monnaie disponible dans l'économie.

Si le caractère endogène de la monnaie bancaire est si évident, comment expliquer la référence persistante faite à la théorie quantitative ? Moore prend l'exemple de Friedman pour élucider cette question. Il nous rappelle que ce dernier dénie toute pertinence à l'étude de la nature de la monnaie : selon le leader du monétarisme, la monnaie est constituée de tous les actifs permettant d'obtenir des résultats pertinents dans les évaluations économétriques de la demande de monnaie. Autrement dit, conclut Moore, Friedman peut se référer à la théorie quantitative parce que, précisément, il choisit de négliger la question de la nature de la monnaie : il suppose, sans autre analyse, que la monnaie est un actif dont l'offre est indépendante de la demande :

La théorie quantitative se fonde sur une idée tellement élémentaire qu'on ne la discute pratiquement jamais, qu'on y réfléchit ou même qu'on n'y prête attention que rarement : l'hypothèse qu'*il existe une fonction d'offre de monnaie indépendante*. (Ibid., p. 7)

Or, observe Moore, l'indépendance de l'offre de monnaie n'est vérifiée que si l'on considère une monnaie-marchandise : ce type de monnaie constitue un actif qui, pour exister, n'a pas besoin d'être emprunté par quiconque. L'offre peut ainsi être définie indépendamment de la demande. Au contraire, la monnaie de banque est un actif financier, créance d'un déposant sur une banque, qui se forme en contrepartie d'un crédit accordé par la banque à un emprunteur. L'offre de monnaie est alors indissociable

de la demande de monnaie formulée par les emprunteurs, et l'hypothèse de l'exogénéité est infirmée :

La monnaie-marchandise étant un objet matériel plutôt qu'un titre financier, c'est un actif pour son détenteur mais une dette pour personne. Ainsi, la quantité de monnaie existante ne donne aucune indication sur le volume courant du crédit. [...] Etant donné que l'offre de monnaie de crédit se nourrit du développement du crédit, l'offre n'est plus indépendante de la demande [...] le stock de monnaie bancaire est totalement déterminé par la demande de crédit de la part des emprunteurs. (*ibid.*, pp. 13-14)

La critique de la position de Friedman donne ainsi à Moore l'opportunité de réaffirmer le critère qui, selon lui, fonde le caractère endogène de la monnaie bancaire : au contraire d'une monnaie-marchandise, la monnaie bancaire n'existe pas si elle n'est pas simultanément offerte et demandée. Créée dans une opération de crédit, elle n'existe pas à moins d'être empruntée.

Notons que ce critère ne suffit pas à circonscrire la définition de la monnaie aux dépôts en banque : tout actif financier définit la dette d'un emprunteur et sans doute, du moins à ce stade de l'analyse, peut-on inclure d'autres actifs financiers que les dettes bancaires dans la masse monétaire. Ce critère suffit néanmoins à condamner la méthode de Friedman, qui occulte la dimension-dette des actifs financiers pour s'en tenir à la théorie quantitative et à la thèse de l'exogénéité qui sous-tend cette dernière.

Le critère énoncé par Moore et l'accent mis sur la question de la nature de la monnaie prouvent également leur pertinence face à une difficulté à laquelle se sont trouvés confrontés les post-Keynésiens. Si l'on s'en tient à la seule observation du comportement des banques, la thèse de l'endogénéité peut paraître contestable. Généralement, les banques ne sont pas parfaitement accommodantes : elles peuvent très bien refuser de faire un crédit en raison de contraintes de gestion ou en raison de l'insuffisante solvabilité d'un client. Dans ces conditions, il est clair que l'initiative de la création monétaire n'appartient pas seulement aux clients. Le critère énoncé par Moore confirme néanmoins la validité de la thèse de l'endogénéité, n'importe le comportement réel des banques, puisqu'il se réfère à la nature de la monnaie bancaire. Que les banques secondaires et centrales répondent plus ou moins systématiquement à la demande de crédit du public, la thèse de l'endogénéité est vérifiée car la monnaie bancaire ne peut exister si elle n'est pas empruntée². Et, ainsi, il se confirme que la définition de la monnaie se trouve au cœur de la réfutation de la thèse de l'exogénéité.

² Comme le note M. Lavoie (1984): « La monnaie est d'une certaine façon endogène, que les

2. La définition de la monnaie (de paiement) comme une dette des banques en contradiction avec la réalité comptable des opérations monétaires

Les post-Keynésiens définissent la monnaie comme une dette des banques : « Pour les post-Keynésiens, la monnaie est une dette des banques, c'est-à-dire des dépôts [...] » (Chick, 2000, p. 130). C'est une définition qui est *a priori* conforme aux faits qui ont montré la substitution de la monnaie bancaire à toute autre forme de monnaie (même les billets et les pièces représentent la dette d'un émetteur, banque centrale ou trésor public) ; il s'agit aussi, comme le note Victoria Chick, d'une définition couramment utilisée par les banques centrales et les instituts de statistiques (*ibid.*, p. 130). Cette définition apparaît également cohérente avec la thèse de l'endogénéité. En répondant à des demandes de crédit, les banques fournissent aux agents économiques la monnaie, c'est-à-dire les dépôts, dont ils ont besoin pour financer leurs achats. Pourtant, on peut montrer que cette définition conduit l'analyse à une impasse.

C'est en fait Moore lui-même qui nous incite à nous interroger sur la pertinence de la définition de la monnaie qu'il retient. Se référant à la comptabilité en partie double, application du principe de l'égalité des emplois et des ressources, dans laquelle s'inscrit l'émission de toute monnaie bancaire, il explique que les dépôts sont une source de financement pour les banques en contrepartie des crédits qu'elles accordent. Les déposants sont ainsi créanciers des banques et, à travers celles-ci, créanciers des emprunteurs. Les banques ne sont donc qu'une catégorie d'intermédiaires financiers parmi d'autres :

La monnaie de crédit est la dette de l'institution financière qui l'émet et derrière l'institution celle de l'emprunteur. (Moore 1988, p. 14).

Que prêtent les déposants aux banques ? En vertu de la partie double, ce ne peut être que la monnaie même que les banques prêtent aux emprunteurs : elles prêtent x unités de monnaie aux emprunteurs qui les dépensent au profit de tiers qui deviennent ainsi créanciers des banques pour la même somme. Les créances à l'actif des banques et leurs dettes, à leur passif, ont le même objet : x unités de monnaie. Mais le raisonnement

banques centrales soient dynamiques ou non ». Voir également Moore (2001) sur le débat qui oppose à ce sujet les partisans de la thèse de l'accommodement et ceux de la thèse structuraliste, les uns considérant que l'offre de monnaie est horizontale pour tout niveau de l'intérêt et les autres qu'elle est croissante avec le taux d'intérêt. Moore qualifie ce débat de « tempête dans un verre d'eau ».

aboutit ainsi à une inconséquence, à l'insu de notre auteur : les dépôts bancaires seraient simultanément une dette des banques (autrement dit une créance des déposants) et l'objet de cette dette (créance).

Poursuivant son raisonnement, Moore fait une comparaison entre les intermédiaires bancaires et non bancaires :

Les intermédiaires non bancaires jouent un rôle de courtage consistant à mettre les liquidités excédentaires d'un groupe de clients à la disposition d'un autre groupe pour le financement de son besoin de liquidité. Par contraste, les intermédiaires bancaires créent le crédit et la monnaie, tout en réalisant ce rôle de courtage. (*ibid.*, p. 295)

Bien loin de dissiper la difficulté, cette comparaison la confirme. Lorsque des non-banques assument le rôle d'intermédiaires entre prêteurs et emprunteurs, on comprend sans difficulté que le surplus de monnaie d'un premier groupe d'agents est prêté à un second groupe. Les créances et les dettes résultant de l'opération sont clairement distinctes de la monnaie prêtée. Ce n'est pas le cas lorsque les banques créent de la monnaie, ce que Moore reconnaît en écrivant que les banques sont des intermédiaires qui « créent le crédit et la monnaie ». Mais comment pourraient-elles créer simultanément le crédit et la monnaie, objet du crédit, si l'on ne trouve dans leurs comptes, comme dans ceux des intermédiaires non bancaires, que leurs créances et leurs dettes vis-à-vis du public ? Considérer que la monnaie est au passif des bilans bancaires tandis que le crédit est à l'actif, est une conception qui rapproche sans doute les post-Keynésiens de l'usage retenu par les banques centrales et les instituts de statistiques, mais c'est une conception incohérente avec la réalité comptable, qui montre que le crédit est à la fois à l'actif et au passif des bilans bancaires, crédit des banques au bénéfice des emprunteurs d'un côté, crédit des déposants au bénéfice des banques de l'autre.

On dit souvent que les dépôts bancaires sont des dettes, c'est-à-dire des promesses ou engagements de payer (des IOU), que les banques sont en tout état de cause bien incapables d'honorer, au sens où aucune banque (y compris une banque centrale) ne peut fournir les x unités de monnaie inscrites au crédit des déposants ou même sur un simple billet. N'est-ce pas la solution du problème ? Créant de la monnaie, les banques se rendraient simplement (et simultanément) créditrices et débitrices vis-à-vis des agents économiques. L'argument n'est pas sans fondement : comme Walras déjà le faisait observer (à la suite de J.-B. Say), « le mot *franc* est le nom d'une chose qui n'existe pas » (Walras, 1952, p. 153). Mais, pour autant, il ne répond pas à la question

posée. La raison en est que la création monétaire, pour remplir son rôle, ne peut pas se résumer à la passation d'écritures comptables enregistrant des dettes et des créances. Les banques répondent à une demande de crédit destinée à financer une dépense : comme tous les intermédiaires financiers elles doivent procurer à l'emprunteur un moyen de paiement. Il n'est pas suffisant de définir la monnaie comme un objet qui n'existe pas : pour être effectif un paiement suppose que le débiteur remette un objet à son créancier, en l'occurrence les x unités de monnaie qu'il lui doit. L'unité de compte peut certes renvoyer à un objet qui n'existe pas, mais le moyen de paiement, lui, doit exister pour remplir son rôle. C'est d'ailleurs bien ainsi que les post-Keynésiens l'entendent. Considérons en effet l'analyse proposée par Wray.

Cet auteur, nous l'avons noté déjà, considère que la monnaie est apparue initialement comme unité de compte :

En fait, la monnaie la plus primitive ne fut pas créée pour faciliter les échanges, mais fut créée comme unité de compte. (Wray, 1990, p. 6)

Il explique que la propriété privée est à l'origine d'opérations de prêt entre les individus et, ainsi, de contrats entre débiteurs et créanciers. Il ajoute que de tels contrats prévoient le paiement d'un intérêt destiné à compenser le risque encouru par le prêteur, qui se dessaisit de biens qu'il possède et qui n'est pas certain que le débiteur tiendra son engagement de livrer d'autres biens en contrepartie. La monnaie serait ainsi apparue pour libeller et faire le calcul des dettes des emprunteurs ; sa matérialisation, par exemple sous la forme de grains d'orge, serait fortuite (*ibid.*, p. 7). Puis, historiquement, les dettes des agents, libellées en unités de compte, auraient constitué des actifs qui assuraient les fonctions de moyens de paiement ou moyens d'échange et de réserve de valeur. L'auteur poursuit alors son analyse en expliquant l'évolution du système monétaire et financier. Il indique que le développement de la monnaie de banque, c'est-à-dire la circulation des dettes d'institutions spécifiques qui se substituent aux dettes des agents individuels, et son acceptabilité par le public auraient été notamment permis par l'adoption d'une unité de compte universelle et le développement de la compensation, cette dernière permettant aux banques de solder leurs dettes réciproques. L'acceptabilité de la monnaie bancaire, par le public, aurait été accrue encore par la validation que lui donne l'Etat, qui l'accepte en paiement des impôts qui lui sont dus (Wray, 1996 et 1998).

Pour libeller la monnaie de compte destinée à calculer et à consigner dettes et créances, y compris les dettes et les créances bancaires, il est évidemment suffisant d'utiliser le nom d'un objet qui n'existe pas, ainsi le franc pris pour exemple par Walras.

Mais la monnaie assure aussi les fonctions de moyen de paiement et de réserve de valeur. Il faut alors se référer à un objet particulier qui est remis par les débiteurs aux créanciers. Ce sont historiquement, selon Wray, d'abord les dettes des agents individuels puis les dettes des banques. Mais alors se confirme le problème que nous examinons : comment les dépôts bancaires, que les créanciers reçoivent de leurs débiteurs, pourraient-ils représenter à la fois des crédits accordés par les déposants aux banques et la monnaie, objet de ces mêmes crédits ?

Pour analyser la difficulté plus avant, nous pouvons considérer la façon dont, d'après les auteurs post-Keynésiens, la monnaie s'intègre à l'économie. Moore explique ainsi que la monnaie est créée pour financer l'activité économique (1988, p. 375). Il précise cette proposition ainsi :

La production prend du temps, et le paiement des facteurs doit précéder l'achat des biens produits. Comment les entrepreneurs peuvent-ils payer les facteurs qu'ils emploient lorsqu'ils n'ont pas encore vendu les biens ? Leur achat initial doit être validé par l'avance de crédit, non par la vente des biens produits. (*ibid.*, p. 316-7)

La problématique retenue ici est bien représentative de la démarche des post-Keynésiens. S'opposant aux néoclassiques, pour qui l'économie peut être représentée par un modèle décrivant des échanges généralisés co-déterminés dans l'interdépendance des marchés, ils considèrent la production, dont la mise en œuvre prend du temps, comme l'acte fondamental autour duquel s'organise l'activité économique. Comment la monnaie s'insère-t-elle dans l'économie ? Les entrepreneurs paient les facteurs de production au moyen de la monnaie qu'ils empruntent aux banques et que ces dernières créent à cet effet. Mais, précise Moore, l'opération constitue une simple avance sur les recettes tirées de la vente des biens produits. C'est une précision qui n'est certes pas sans ambiguïté car on peut se demander en quoi consisteraient les recettes si aucune monnaie n'était avancée. Quoi qu'il en soit, l'auteur explique que les entrepreneurs financent l'achat des facteurs de production par la vente des biens produits. Autrement dit, le paiement en monnaie ne constituerait qu'une étape transitoire, le paiement véritable ou final s'effectuant en biens produits. Le problème est que la monnaie est alors supposée s'interposer et que cette proposition suffit à soulever la difficulté sous examen. Même de façon transitoire, la monnaie est conçue comme un moyen de paiement (le paiement en monnaie précède le paiement en biens réels) et alors se pose la question de la distinction de la monnaie (moyen de paiement) et des dépôts, autrement dit de la monnaie et du crédit accordé par les déposants aux banques.

3. Flux et stocks : distinction de la monnaie de paiement et des dépôts bancaires

Parallèlement à l'approche post-Keynésienne, qui s'est imposée essentiellement dans le monde anglo-saxon, s'est développée surtout en France et en Italie, sous l'impulsion d'Alain Barrère (1973), Bernard Schmitt (1966, 1975 et 1984), Alain Parguez (1975) et Augusto Graziani (1990), une approche dite du circuit, également inspirée de l'hétérodoxie keynésienne. Comme on le sait, le concept de circuit en économie remonte aux Physiocrates, économistes et philosophes politiques du XVIIIème siècle qui s'attachaient à étudier la façon dont la richesse est créée et distribuée dans l'économie en considérant la production comme un processus circulaire nécessitant la dépense d'avances qu'il reconstitue. Dans sa version moderne, la théorie du circuit se réfère notamment aux écrits de Keynes sur le motif de finance (Keynes, 1937a, 1937b et 1939), dans lesquels l'économiste britannique explique que pour mettre en œuvre une production les entrepreneurs ont besoin de s'assurer du concours des banques qui créent de la monnaie à cet effet (cf. Bailly, 1992 et 1994, et Bradley 1993). Cette référence suffit à souligner la proximité de la théorie du circuit et de la théorie post-Keynésienne, et aussi à expliquer l'audience grandissante que la première acquiert actuellement auprès de la seconde. Ainsi, pour Philip Arestis, l'école du circuit constitue « un support important de la thèse de la monnaie endogène » (Arestis 1996, p. 113). Quelle contribution cette théorie apporte-t-elle aux questions de la définition de la monnaie et de son intégration à l'économie ?

Nous pouvons tout d'abord noter qu'il s'agit bien de questions centrales pour la théorie du circuit et que la difficulté sous examen est explicitement abordée par les auteurs. Ainsi Graziani (1996, p.150) oppose-t-il les conceptions de Cannan qui, en 1921, interprétait les dépôts bancaires comme une source de financement pour les banques et de Schneider qui, au début des années 1960, soutenait le point de vue contraire. Graziani partage ce second point de vue : la création de dépôts, qui sont la définition de la monnaie, est selon lui la source du financement que les banques apportent aux entreprises, non l'épargne des déposants :

Les banques, en finançant l'économie et en offrant autant de monnaie qu'en demandent les entreprises, n'agissent pas comme des intermédiaires financiers entre épargnants et investisseurs. Les banques financent les entreprises au moyen d'une monnaie nouvellement créée, la preuve en étant qu'un nouveau prêt accroît le stock de monnaie alors que ce n'est pas le cas d'un acte d'épargne. (Graziani, 1996, p. 150)

Le raisonnement présenté ici a le défaut d'écarter une possibilité logique. On conçoit bien que dans la mesure où elles créent de la monnaie les banques n'utilisent aucune épargne préalable. Mais il est permis de considérer que l'épargne se forme au moment même où les banques accordent un crédit aux emprunteurs. Graziani reconnaît d'ailleurs que les dépôts sont une épargne. Dès lors comment nier le fait que cette épargne soit prêtée puisqu'elle constitue, comme en atteste la comptabilité, la contrepartie des crédits accordés par les banques aux emprunteurs ? La comptabilité en partie double, qui formalise le principe de l'égalité des ressources et des emplois, impose par conséquent l'égalité des crédits accordés par les banques au public et des crédits accordés par le public aux banques. C'est d'ailleurs ce que confirme Keynes lorsqu'il dénonce ce qu'il appelle une illusion d'optique consistant à isoler la relation du déposant à sa banque de l'opération de crédit effectuée par la banque au profit d'un investisseur :

On se figure qu'un déposant et sa banque peuvent s'arranger d'une façon ou d'un autre pour accomplir une opération faisant disparaître l'épargne dans le système bancaire, de sorte qu'elle soit perdue pour l'investissement, ou à l'inverse que le système bancaire peut rendre possible la réalisation d'un investissement auquel aucune épargne ne corresponde. [...] Quant à l'idée que la création de crédit par le système bancaire permet de réaliser des investissements auxquels "aucune épargne véritable" ne correspond, elle procède uniquement du fait que l'on isole une des conséquences de l'augmentation du crédit bancaire en excluant les autres. (Keynes, 1936/1969, pp. 104-5)

Parguez et Seccareccia (2000) partagent le point de vue de Graziani, pour les mêmes raisons. Selon eux, les banques financent les achats des emprunteurs en créant la monnaie (les dépôts) *ex nihilo*. Aucune épargne n'est donc mobilisée. Les emprunteurs transfèrent aux vendeurs de biens et services les dépôts créés ; un paiement est ainsi réalisé sans que les vendeurs n'aient à faire un crédit aux banques qui financerait le crédit que les banques accordent aux emprunteurs :

Les vendeurs de travail et de biens produits sont en fait les nouveaux détenteurs des dettes bancaires mais, croyons-nous, ils ne peuvent être considérés également comme les créanciers des banques. Il en est ainsi parce que la monnaie est simplement une dette que les banques ont émise sur elles-mêmes *ex nihilo*. (Parguez et Seccareccia, 2000, p. 104)

Bien entendu, la critique que nous avons opposée au point de vue de Graziani vaut également à l'encontre du raisonnement de nos deux auteurs. Il est à noter toutefois que ces derniers, au contraire de Graziani, ne considèrent à aucun moment les dépôts comme une épargne ; ils préfèrent parler de thésaurisation (*ibid.*, p. 105), considérant

que les agents qui conservent des dépôts diffèrent leurs achats. Toutefois, il leur faut bien reconnaître à un moment ou à un autre que les dépôts définissent une dette des banques ; ce qu'ils font en considérant, comme dans la citation ci-dessus, que la monnaie (les dépôts) est une dette que les banques émettent sur elles-mêmes. Or, la formation d'une dette n'implique-t-elle pas l'existence d'un crédit accordé aux banques par ceux envers qui elles sont endettées ? Assurément, mais selon Parguez et Seccareccia la dette des banques concerne une quantité de monnaie qu'elles n'ont jamais à fournir. C'est l'idée, déjà mentionnée plus haut, selon laquelle les banques émettent de simples promesses de payer des unités de monnaie qui n'existent pas. Mais considérer les dépôts comme de simples promesses émises par les banques ne suffit pas à lever la difficulté que nous examinons. La difficulté réside en effet, répétons-le, dans la confusion faite entre le moyen de paiement, qui reste en tout état de cause pour les auteurs constitué par les dépôts bancaires, et le crédit que les déposants font nécessairement aux banques. En vertu de la comptabilité en partie double, ce crédit ne peut avoir pour objet que l'objet même du crédit accordé par les banques aux emprunteurs, c'est-à-dire les moyens de paiement (les dépôts) prêtés par les banques. En conséquence, les dépôts devraient pouvoir être à la fois des créances des déposants sur les banques et les objets de ces mêmes créances.

Pour sa part, B. Schmitt propose d'abandonner la méthode traditionnelle qui consiste à définir la monnaie comme un objet unique qui assurerait simultanément les fonctions de moyen de paiement et de réserve de valeur. Se référant à la pratique concrète des banques, il souligne le fait que la monnaie bancaire n'existe que dans des écritures comptables, sous la forme d'un montant d'unités de compte : « [la banque] a seulement la faculté de créer des nombres dans les écritures comptables » (Schmitt, cours photocopié, Fribourg, 1999). Ce n'est certes pas une découverte. De nombreux auteurs ont depuis longtemps qualifié la monnaie moderne de monnaie d'écriture, créée d'un trait de plume. Mais on s'aperçoit que cette observation, si elle est prise à la lettre comme le propose l'auteur, a de profondes répercussions sur notre définition de la monnaie et sur notre compréhension de son intégration à l'économie réelle.

Selon la conception dominante, la monnaie est un intermédiaire dans les échanges (les expressions « moyen de paiement » et « intermédiaire dans les échanges » sont tenues pour équivalentes). C'est la conception des néoclassiques pour qui l'activité économique, y compris la production, s'analyse comme un système d'échanges généralisés que la monnaie a pour tâche de faciliter. C'est aussi la conception des post-Keynésiens qui, bien qu'ils refusent d'assimiler la production à un simple échange (cf.

surpra), conçoivent la monnaie comme un moyen de paiement créé par les banques (sous la forme de dépôts), prêté aux entrepreneurs qui le transfèrent aux salariés pour permettre à ces derniers d'acquiescer ensuite les biens produits.

Or, tenons-nous avec B. Schmitt à l'observation selon laquelle les banques ne font que créer des nombres qu'elles inscrivent dans des comptes. De simples nombres (des unités de compte) sont-ils des moyens de paiement ? Il est certain que non (nous l'avons déjà noté). C'est pourquoi assurément les post-Keynésiens et aussi de nombreux circuitistes (notamment Graziani, Parguez et Ceccareccia cités plus haut) considèrent que les banques créent des dépôts qui jouent le rôle de moyen de paiement. Pourtant il y a une autre issue. Puisque de simples unités de compte, qui sont la seule monnaie que les banques puissent créer, ne peuvent s'interposer dans les transactions, on doit logiquement en conclure, pour garder l'exemple du paiement des facteurs de production privilégié par les post-Keynésiens et les circuitistes³, que les salariés sont immédiatement payés au moyen de leur propre produit. La monnaie n'est, selon l'expression de B. Schmitt (1984, 1996), que « la forme numérique du produit », objet véritable de tout paiement.

Cette explication soulève toutefois une nouvelle interrogation. Si l'on doit considérer que les salariés sont payés au moyen de leur propre produit, il n'en reste pas moins qu'ils n'en disposent pas immédiatement en nature : ils disposent de dépôts en banque. Ceux-ci ne s'interposent-ils pas et ne dissocient-ils pas tout paiement en deux opérations complémentaires, paiement d'abord en monnaie puis en nature lorsque la monnaie est dépensée ?

Un paiement, observe B. Schmitt, est une opération instantanée. Il s'agit d'un flux. On est payé au moment même où la banque inscrit une somme de monnaie à notre crédit. L'analyse proposée, selon laquelle les unités monnaie sont la simple forme numérique du produit, est parfaitement cohérente avec l'instantanéité du paiement : au moment où s'inscrivent x unités de monnaie à son crédit, le salarié perçoit immédiatement son propre produit. Or un dépôt est un stock : il est défini dans le temps, il existe jusqu'au moment où le déposant le dépense. La comptabilité en partie double, comme nous l'avons vu, nous indique qu'il s'agit d'une épargne que les salariés prêtent aux banques qui, elles-mêmes la prêtent aux entreprises. Cette analyse a une signification très concrète. On comprend que les salariés sont payés au moyen de leur propre produit. Mais ils ne le consomment pas immédiatement : ils le déposent

³ Pour une justification du rôle primordial accordé au paiement des salaires, malgré la diversité des revenus et des transactions monétaires, cf. Gnos (2003).

nécessairement, tout paiement en monnaie bancaire formant un dépôt, et le prêt ainsi aux entreprises qui en disposent matériellement jusqu'au moment où elles l'écouleront dans les ventes.

La distinction entre le flux des revenus et le stock formé par l'épargne des revenus permet précisément d'éviter la confusion entre la monnaie perçue par les déposants et le crédit que ces derniers font aux banques. Il y a en réalité trois entités distinctes qui interviennent dans la monétisation de la production. La monnaie de compte, constituée de simples nombres et dont le nom ne renvoie à aucun objet existant. La monnaie de paiement qui est un flux sous la forme d'unités de compte dont les banques créditent les salariés et dont l'objet est constitué des biens produits (et non d'une chose qui n'existe pas). L'épargne enfin, qui est un stock matérialisé par les dépôts en banques. Le revenu est ainsi épargné à l'instant même du paiement : le flux forme le stock. Chez les post-Keynésiens, et aussi chez certains circuitistes, il y a confusion entre la monnaie (de paiement) et le crédit (le prêt de l'épargne des déposants) pour la raison que les auteurs supposent que les banques créent des dépôts qu'elles prêtent aux entreprises et que ces dernières transfèrent aux salariés. Bien qu'ils s'en défendent, ces auteurs ne font finalement que reconduire la fable du troc en considérant que la monnaie est un objet spécifique – des dépôts – qui s'interposerait dans les transactions réelles. Somme toute, en attirant l'attention sur le fait que la monnaie est créée par les banques à la demande du public, ils ne font franchir à la thèse de l'endogénéité qu'un premier pas. Il faut aller plus loin : la monnaie est endogène, également, parce que les fonctions de moyen de paiement et de réserve de valeur (l'épargne) ne mobilisent aucun objet spécifique que les banques créeraient *ex nihilo* mais au contraire les biens produits dans l'économie. Et par là même la thèse de l'endogénéité apporte sa contribution à la résolution du problème de l'intégration de la monnaie à l'économie : le paiement des revenus et la formation consécutive d'une épargne ne mobilisent pas deux objets distincts, un actif monétaire et des biens, mais un seul objet réel, des biens que les salariés perçoivent sous la forme d'unités de monnaie et épargnent immédiatement sous la forme de dépôts en banque.

Conclusion

Définir la monnaie est une tâche difficile⁴. A tel point que les économistes ont, comme on le sait, appris à se contenter d'une définition indirecte, dite fonctionnelle de

⁴ Gladstone, rappelle Marx, « faisait remarquer que l'amour lui-même n'avait pas fait perdre la

la monnaie : la monnaie est un bien, peut importe lequel, qui assume les fonctions d'unité de compte, de moyen de paiement et de réserve de valeur. Mais cette solution n'est pas satisfaisante. Comme le montre Moore (1988), définir la monnaie comme un bien, simple marchandise ou même actif financier, conduit à accepter sans la discuter la thèse de l'exogénéité de la monnaie et la théorie quantitative.

Il faut donc s'attaquer de front à la question de la définition de la monnaie. De quelle façon ? Pour répondre à cette question, il est logique de se référer à la comptabilité en partie double dans laquelle s'inscrit la création de la monnaie de banque. Cette référence nous a permis de montrer que, malgré la pertinence de leur critique vis-à-vis de l'approche traditionnelle de la monnaie, les auteurs post-Keynésiens commettent une grave confusion entre le crédit et la monnaie, les dépôts bancaires, qui traduisent un prêt des déposants aux banques, et leur objet, des unités de monnaie. En nous référant aux travaux de Schmitt, qui s'inscrivent dans la problématique dite du circuit, elle aussi liée à l'hétérodoxie keynésienne, nous avons pu vérifier que cette nouvelle difficulté admet une solution qui réside dans la distinction de trois entités : la monnaie de compte, constituée de simples nombres, la monnaie de paiement, qui est un flux associant des unités de compte et des biens réels, et enfin l'épargne, qui est un stock matérialisé par les dépôts en banque. Il s'agit d'une solution qui tout à la fois complète la conception de l'endogénéité et apporte sa contribution à la résolution de la question de l'intégration de la monnaie : la monnaie et les biens ne constituent pas deux objets distincts, dichotomiques, issus de sources séparées (exogènes l'une par rapport à l'autre), mais un seul objet réel, des biens perçus sous la forme d'unités de monnaie et épargnés sous la forme de dépôts en banque.

Bibliographie

- Arestis, P. (1996), "Post-Keynesian economics: towards coherence", *Cambridge Journal of Economics*, 20, 111–35.
- Arestis, P. and P. Howells (1999), "The supply of credit money and the demand for deposits: a reply", *Cambridge Journal of Economics*, 23 (1), 115–19.

tête à plus de gens que les ruminations sur la monnaie » (Marx, 1859, p. 39).

- Bailly, J.-L. (1992), "Nouvelles considérations sur le 'motif de finance' de John Maynard Keynes", *Economie Appliquée*, Tome XLV, n°1, pp. 105-127.
- Bailly, J.-L. (1994), "Monnaie, finance et intérêt ", *Economie Appliquée*, Tome XLVII, n°1, pp. 151-174.
- Bradley, X. (1993), "La 'Finance' et le circuit de la monnaie ", *Revue française d'économie*, vol. VIII, n°1,.
- Barrère, A. (1973), *Déséquilibres économiques et contre-révolution keynésienne*, Paris, Economica.
- Cencini, A. (1995), *Monetary Theory, National and International*, London and New York, Routledge.
- Chick, V. (2000), "Money and effective demand", in J. Smithin (sous le direction de), *What is Money?*, London and New York, Routledge, pp.124–38.
- Cottrell, A. (1994) "Post-keynesian monetary economics", *Cambridge Journal of Economics*, 18, pp. 587-605.
- Davidson, P. (1988) "Endogenous money, the production process, and inflation analysis", *Economie Appliquée*, T. XLI, N°1, pp. 151-69.
- Deleplace, G. and Nell, E. (eds), (1996), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press
- Fontana, G. (2000), "Post Keynesians and Circuitists on money and uncertainty: an attempt at generality", *Journal of Post Keynesian Economics*, 23 (1), 27–48.
- Gnos, C. (2003), "Circuit Theory as an Explanation of the Complex Real World", in: *Studies in Modern Theories of Money*, Rochon and Rossi (eds.), Aldershot, Elgar.
- Gnos, C. (1998), "The Keynesian identity of income and output", in A. Jolink and P. Fontaine (eds), *Historical Perspectives on Macroeconomics: Sixty Years After the General Theory*, London and New York, Routledge, 40–8.
- Goodhart, C. (2002), "The Endogeneity of Money", in Arestis, P., Desai, M. And Dow, S., *Money, Macroeconomics and Keynes, Essays in honour of Victoria Chick*, Vol. 1, London, Routledge, pp. 14-24.
- Graziani, A. (1990), "The Theory of the Monetary Circuit", *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, 24 (7), 7-36.
- Graziani, A. (1996), "Money as purchasing power and money as a stock of wealth in Keynesian thought", in G. Deleplace and E. Nell (eds), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 139-154.
- Heinsohn, G. et Steiger, O. (1983), "Private property, Debts and Interest, or: The Origine of Money and the Rise and Fall of Monetary Economics", *Studi Economici*, 21, pp. 3-56.

- Innes, M. (1913), "What is Money", *The Banking Law Journal*, May, pp. 377-408.
- Keynes, J.M. (1930), *A Treatise on Money*, London: Macmillan. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vols V and VI, London and Basingstoke, Macmillan for the Royal Economic Society, 1971.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VII, London and Basingstoke, Macmillan for the Royal Economic Society, 1971.
- Keynes, J.M. (1937a) "Alternative theories of the rate of interest", *Economic Journal*, 47 (186), 241–52. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan for the Royal Economic Society, 1973, 201–15.
- Keynes, J.M. (1937b) "The “ex ante” theory of the rate of interest", *Economic Journal*, 47 (188), 663–9. Reprinted in: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan for the Royal Economic Society, 1973, 215–23.
- Keynes, J.M. (1939) "The Process of Capital Formation", *The Economic Journal*, September. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, London and Basingstoke, Macmillan for the Royal Economic Society, 1973, 278-85.
- Lavoie, M (1984), " The endogenous flow of credit and the Post Keynesian Theory of Money ", *Journal of Economic Issues*, 18 (3), pp. 771-797.
- Lavoie, M. (1993), "A post-Classical view of money, Interest, Growth and Distribution", in: *Macroeconomic Theory: Diversity and Convergence*, Mongiovi, G. and Rühl, C. (eds.), Aldershot, E. Elgar.
- Marx, K. (1859) *Zur Kritik der politischen Ökonomie*, Berlin, Duncker, cité d’après (1972) *Contribution à la critique de l’économie politique*, Paris, Editions Sociales.
- Moore, B.J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Moore, B.J. (2001), "Some reflexions on endogenous money ", in Rochon, L.-P. et Vernengo, M., *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, pp. 11-30.
- Parguez, A. (1975), *Monnaie et macroéconomie*, Paris, Economica.
- Parguez, A. and M. Seccareccia (2000), "The credit theory of money: the monetary circuit approach", in J. Smithin (ed.), *What is Money?*, London and New York, Routledge, 101–23.
- Polanyi, K., Arensberg, C. and Pearson, H. (1957), *Trade and Markets in the Early Empires*, New York, Free Press.
- Pressman, S. (2000), "A note on money and the circuit approach", *Journal of Economic Issues*, 34 (4), 969–73.

- Renaud, J.-F. (2000), "The problem of the monetary realization of profits in a Post Keynesian sequential financing model: two solutions of the Kaleckian option", *Review of Political Economy*, 12 (3), 285–303.
- Robinson, J. (1964), *Studies in the Theory of Business Cycles*, Oxford, Basil Blackwell.
- Rochon, L.-P. (1999a), "The creation and circulation of endogenous money: a circuit dynamique approach", *Journal of Economic Issues*, 33 (1), 1–21.
- Rochon, L.-P. (1999b), *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar.
- Rochon, L.P. (2001), "Horizontalism and New Keynesian Economics: The Role of Scarcity, Savings and Sticky Prices", in Rochon, L.-P. and Vernengo, M. (ed.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L.-P. (2001), "The Keynesian multiplier from the perspective of the theory of the monetary circuit", paper presented at the Eastern Economic Association Conference, New York.
- Rossi, S. (1997), "A book-keeping analysis of a monetary economy", in S.P. Dunn et al. (eds), *The Second Annual Postgraduate Economics Conference – Papers and Proceedings*, Leeds, Leeds University Press, 141–52.
- Rossi, S. (1998), "Endogenous money and banking activity: some notes on the workings of modern payment systems", *Studi economici*, 53 (3), 23–56.
- Rossi, S. (2001), *Money and Inflation. A New Macroeconomic Analysis*, Cheltenham, E. Elgar.
- Schmitt, B. (1966), *Monnaie, salaires et profits*, Paris, Presses Universitaires de France.
- Schmitt, B. (1975), *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Albeuve, Castella.
- Schmitt, B. (1984), *Inflation, chômage et malformations du capital*, Paris et Albeuve, Economica and Castella.
- Schmitt, B. (1996), "A new paradigm for the determination of money prices", in G. Deleplace and E.J. Nell (eds), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, London and New York, Macmillan and St. Martin's Press, 105–38.
- Schmitt, B. (1999), *Introduction à une critique des prix relatifs*, Cours, doc. ronéo, Fribourg.
- Servet, J.-M. (1988), "La monnaie contre l'Etat ou la fable du troc", in Association Internationale de Droit économique, *Droit et Monnaie. Etat et espace monétaire transnational*, Paris, Litec, pp. 49-62.
- Walras, L. (1952) *Eléments d'économie politique pure, ou la théorie de la richesse sociale*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence.
- Wray, L. R. (1990) *Money and Credit in Capitalist Economies, The endogenous money approach*, Cheltenham, UK, Northampton, USA, E. Elgar.

- Wray, L. R. (1996) "Money in the Circular Flow", in G. Deleplace and E. J. Nell (eds), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, London, Macmillan Press, pp. 440-64.
- Wray, L. R. (1998) *Understanding Modern Money. The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham, UK, Northampton, USA, E. Elgar.
- Wray, L. R. (2000), "Modern Money", in J. Smithin (sous le direction de), *What is Money?*, London and New York, Routledge, pp. 42-66.