

Maurice Allais

Prix Nobel de Sciences Économiques

La Crise Mondiale d' Aujourd' hui

Pour de profondes réformes
des institutions financières et monétaires

CLÉMENT JUGLAR

Éditions juridiques et économiques

DU MEME AUTEUR
PRINCIPALES PUBLICATIONS *

- 1943 *A la Recherche d'une Discipline Economique - Première Partie - L'Economie Pure*
Première édition, Ateliers Industria, 1943, 852 p. et Annexes, 68 p.
Deuxième Edition, 1952, publiée avec le concours du Centre National de la Recherche Scientifique, sous le titre : *Traité d'Economie Pure*, Imprimerie Nationale, 5 vol., in 4°, 984 p. Cette seconde édition ne diffère de la première que par l'addition d'une "Introduction à la deuxième édition" (63 p.)
Troisième édition, Editions Clément Juglar, 1994, publiée avec le concours du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, sous le titre : *Traité d'Economie Pure*, avec l'addition d'une *Troisième Introduction* (p. 15-156).
- 1945 *Economie Pure et Rendement Social*
Paris, Sirey, 1945, 72 p.
- 1946 *Abondance ou Misère*
Paris, Librairie de Médecis, 1946, 120 p.
- 1947 *Economie et Intérêt*
Librairie des Publications Officielles et Imprimerie Nationale, Paris, 800 p., en deux volumes.
Deuxième édition, Editions Clément Juglar, 1998, publiée avec le concours du Ministère de l'Education Nationale, de la Recherche et de la Technologie, avec l'addition d'une *Deuxième Introduction*, p. 11-265.
- 1949 *La Gestion des Houillères Nationalisées et la Théorie Economique*
Imprimerie Nationale, Paris, 1953, 126 p. in-4°.

(*) Pour une Bibliographie plus étendue, voir Allais, 1989, *Autoportraits*, p. 111-146 ; et Boiteux, de Montbrial et Munier, *Marchés, Capital et Incertitude. Essais en l'Honneur de Maurice Allais*, Economica, 1986, p. 227-254. Voir également Allais, *Autoportraits d'un autodidacte*, 1999.

DU MEME AUTEUR

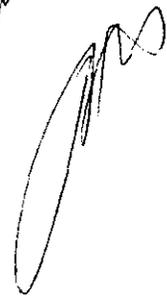
- 1954 *Evaluation des Perspectives Economiques de la Recherche Minière sur de Grands Espaces - Application au Sahara Algérien*
Bureau de Recherche Minière de l'Algérie, Alger, 1957, 101 p.
- 1954 *Les Fondements Comptables de la Macroéconomie - Les Equations Comptables entre Quantités Globales et leurs Applications*
Presses Universitaires de France, Paris, 1954, 91 p.
Seconde édition, Presses Universitaires de France, 1993.
- 1959 *L'Europe Unie, Route de la Prospérité*
Calmann-Lévy, Paris, 1959, 369 p.
- 1960 *Les Aspects Essentiels de la Politique de l'Energie*, Paris
Imprimerie Nationale, 1961, 74 p.
- 1961 *Le Tiers-Monde au Carrefour - Centralisation Autoritaire ou Planification Concurrentielle*
Les Cahiers Africains, Vol. 8 et 7, Editions des Cahiers Africains, Bruxelles, 147 et 152 p.
- 1962 *L'Algérie d'Evian*
L'Esprit Nouveau, Paris, 2 juillet 1962, 379 p.
- 1963 *The Role of Capital in Economic Development*
Publié dans le volume *Le Rôle de l'Analyse Econométrique dans la Formulation de Plans de Développement*, Pontificiae Academiae Scientiarum Scripta Varia, 28, Pontificia Academia Scientiarum, 1965, Vol. II, p. 697-1002.
- 1965 *Reformulation de la Théorie Quantitative de la Monnaie*
Editions SEDEIS, in-4°, Paris, septembre 1965, 186 p.
- 1967 *Growth without Inflation*
Center for Modern Economics, Rikkyo University, Tokyo, 1968, 86 p.
- 1970 *La Libéralisation des Relations Economiques Internationales - Accords Commerciaux ou Intégration Economique*
Gauthier-Villars, Paris, 1971, 195 p.
- 1974 *L'Inflation française et la Croissance - Mythologies et Réalité*
Association pour la Liberté Economique et le Progrès Social, Paris, 1974, 119 p.

DU MEME AUTEUR

- 1977 *L'Impôt sur le Capital et la Réforme Monétaire*
Editions Hermann, Paris, 370 p.
Seconde édition, Editions Hermann, 1988.
- 1979 *Expected Utility Hypothesis and the Allais Paradox*
Allais and Hagen ed., Reidel Publishing Company, Dordrecht, 1979, 714 p. Contributions personnelles, p. 3-11, 25-145, et 434-598.
- 1981 *La Théorie Générale des Surplus*
Economies et Sociétés, Paris, janvier-mai 1981, Institut de Sciences Mathématiques et Economiques, 2 Vol., 718 p.
Seconde édition, Presses Universitaires de Grenoble, 1989.
- 1989 *Autoportraits*
Montchrestien, Paris, 150 p.
- 1990 *Pour l'Indexation*
Editions Clément Juglar, Paris, 184 p.
- 1990 *Pour la Réforme de la Fiscalité*
Editions Clément Juglar, Paris, 132 p.
- 1991 *L'Europe Face à son Avenir. Que Faire ?*
Editions Robert Laffont et Clément Juglar, Paris, 309 p.
- 1992 *Erreurs et Impasses de la Construction Européenne*
Editions Clément Juglar, Paris, 125 p.
- 1994 *Cardinalism. A Fundamental Approach*
Allais and Hagen ed., Kluwer Publishing Company, Dordrecht, 306 p.
- 1994 *Combats pour l'Europe. 1992-1994*
Editions Clément Juglar, Paris, 530 p.
- 1997 *L'Anisotropie de l'Espace. La Nécessaire Révision de Certains Postulats des Théories Contemporaines. Les Données de l'Expérience*
Editions Clément Juglar, Paris, 758 p.
- 1999 *L'Union Européenne, la Mondialisation, et le Chômage*
Editions Clément Juglar (en préparation).
- 1999 *Autoportraits d'un Autodidacte*
Editions Clément Juglar (en préparation).

LA CRISE MONDIALE D'AUJOURD'HUI

Philippe
Combettoni Jean-Louis Combettoni
en la amice Jean-Louis



LA CRISE MONDIALE D'AUJOURD'HUI

SOMMAIRE

<i>Introduction</i>	19
I.- <i>La Grande Dépression de 1929-1934 et ses enseignements essentiels</i>	31
- La hausse des cours de bourse et leur effondrement	33
- Une hausse des cours de bourse démesurée au regard de l'économie réelle ..	35
- La dépression	36
- Un endettement excessif	37
- Des mouvements massifs de capitaux et des dévaluations compétitives	39
- Facteurs psychologiques et facteurs monétaires	40
- La Grande Dépression de 1929-1934 et le mécanisme du crédit	42
- Rien de fondamentalement nouveau dans la crise de 1929	43
- Notes	45

II.- <i>La crise mondiale d'aujourd'hui</i>	55
- La propagation de la crise	57
- La crise mondiale d'aujourd'hui et la Grande Dépression. De profondes similitudes	60
- La création et la destruction de moyens de paiement par le mécanisme du crédit	63
- Le financement d'investissements à long terme avec des fonds empruntés à court terme	65
- Le développement d'un endettement gigantesque	67
- Une spéculation massive	69
- Un système financier et monétaire fondamentalement instable	71
- L'effondrement de la doctrine laissez-fairiste mondialiste	74
- Notes	79
 III.- <i>Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires</i>	91
- Des facteurs majeurs	93
- La réforme du crédit	94
- La réforme de l'indexation. La stabilisation de la valeur réelle de l'unité de compte	99
- La réforme des marchés boursiers ..	101

- La réforme du système monétaire international	103
- Les vérités établies contre la raison	104
- Notes	109

APPENDICES

I. -La proposition d'une couverture intégrale des dépôts d'Irving Fisher	121
II.-L'indexation et la littérature	125
III.-L'équation fondamentale de la dynamique monétaire	131
- L'équation fondamentale	131
- Les implications de l'équation fondamentale	133
- La détermination héréditaire des encaisses désirées et de la masse monétaire	135
- Un modèle de la génération des fluctuations conjoncturelles	136
- Notes	138
- Références	139

IV.-Réponses sommaires à quelques objections	141
- Réforme du système bancaire et financier	142
- Réforme de l'indexation	152
- Réforme des marchés boursiers	161
- Economie de marchés et Ethique	171
V.-Sur les réformes proposées. Interview de Paul Fabra du 2 décembre 1998	173
- Questions préalables	173
- Réformer le crédit	184
- Une indexation généralisée	202
- Une bourse rénovée	211
- La fin des changes flottants	219

REFERENCES

- Dynamique monétaire	229
- Crédit et monnaie	231
- Politique monétaire	233
- Construction Européenne	236

*Ignorance cannot much longer
serve as an excuse for neglecting this
greatest of all practical economic pro-
blems.*

Irving Fisher
Booms and Depressions, 1932

*La préoccupation de n'être pas
suffisamment réaliste en se proposant
des buts qui ne sont pas immédiatement
réalisables si on les compare au rapport
des forces existantes, induit souvent les
hommes politiques à suivre la voie la
plus aisée, même lorsque celle-ci ne
conduit pas effectivement au but qu'ils
se proposent, plutôt que de s'employer à
susciter de nouvelles forces qui permet-
tent de vaincre les obstacles. Ils présen-
tent généralement ensuite la solution
quelconque à laquelle ils ont abouti
comme un succédané dont il convient de
se contenter faute de mieux.*

Ils détournent ainsi l'opinion publique d'une recherche qui pourrait la conduire à une solution réellement adéquate.

Leur réalisme est un faux réalisme dans lequel la fin en vient toujours à ressembler aux moyens et qui porte en soi sa propre condamnation et son propre échec.

W.B. Curry
S'unir ou périr, 1945

INTRODUCTION

Il est, dans une démocratie, de l'intérêt public que les vérités - et surtout les moins confortables - soient établies et diffusées aussi largement que possible ; les illusions - et particulièrement celles qui procèdent de l'opportunisme - sont un danger public.

La vérité est salutaire ... L'homme peut essayer de dissiper les nuages dont l'aveuglent ses passions, de se dégager de l'opportunisme où l'enferme son ignorance, d'accéder à une connaissance plus complète et plus objective ...

C'est là que réside, finalement notre seul espoir.

Gunnar Myrdal
Une économie internationale, 1958

Ceux qui voudront y regarder de près retrouveront, je pense, dans l'ouvrage entier, une pensée mère qui enchaîne, pour ainsi dire, toutes ses parties ...

Je finis en signalant moi-même ce qu'un grand nombre de lecteurs considère comme le défaut capital de l'ouvrage. Ce livre ne se met précisément à la suite de personne ; en l'écrivant j'ai entrepris de voir, non pas autrement, mais plus loin que les partis ; et tandis qu'ils s'occupent du lendemain, j'ai voulu songer à l'avenir.

Alexis de Tocqueville
De la Démocratie en Amérique, 1835

Ce qui doit arriver arrive. Tel est le message instant que j'ai adressé aux dirigeants politiques et économiques de notre pays face à la crise mondiale actuelle dans mes trois articles du Figaro des 12, 19, et 26 octobre 1998 qui pour l'essentiel constituent les trois Chapitres de ce livre.

- Fondamentalement cette crise mondiale résulte d'une structure financière et monétaire inappropriée. Elle offre de profondes similitudes avec la crise de 1929 avec cependant des circonstances très aggravantes.

Tout d'abord, alors que la crise de 1929 était pratiquement limitée aux Etats-Unis et à l'Europe occidentale la crise d'aujourd'hui *s'étend avec des modalités diverses au monde entier.*

En second lieu, alors que le chômage n'est réellement apparu aux Etats-Unis et en Europe qu'après 1929, la crise mondiale actuelle se développe en Europe avec un chômage massif *préexistant* qui n'a cessé de progresser auparavant *en raison de la poli-*

tique mondialiste mise en œuvre par l'Organisation de Bruxelles. Cette politique a résulté d'une ignorance totale et d'un aveuglement dogmatique quant à ses effets pervers sur l'emploi.

Le lecteur trouvera tous les commentaires appropriés dans mon ouvrage de 1994, "*Combats pour l'Europe*", et dans mon prochain ouvrage, "*L'Union Européenne, la Mondialisation, et le Chômage*", dont la publication suivra immédiatement celle du présent ouvrage.

- Le *Chapitre I* présente très brièvement une analyse de la *Grande Dépression* de 1929-1934 et de ses enseignements majeurs.

Mon objet essentiel a été d'en souligner les principales caractéristiques et les facteurs essentiels qui en expliquent l'enchaînement, facteurs largement semblables à ceux qui ont dominé les grandes crises du XIX^{ème} siècle.

Dans le *Chapitre II* j'indique tout d'abord quel a été le déroulement de la crise mondiale de juin 1997 à octobre 1998. Mon analyse ne porte que sur cette pé-

riode et elle se termine au 26 octobre 1998, date de la publication de mon dernier article du Figaro.

Depuis cette date la crise se poursuit en Asie et, au delà des profonds mouvements boursiers qui se constatent, l'avenir des économies aux Etats-Unis et en Europe est marqué par de très nombreuses incertitudes.

Mais l'objet essentiel de ce Chapitre est d'analyser les profondes similitudes de la crise actuelle avec la Grande Dépression de 1929-1934 quant à ses facteurs déterminants.

Comme en 1929 on retrouve le rôle primordial de la création et de la destruction de moyens de paiement par le mécanisme du crédit, le financement d'investissements longs avec des fonds empruntés à court terme, l'existence d'un endettement gigantesque, une spéculation massive sur les changes et les actions, un système monétaire et financier fondamentalement instable.

Cette nouvelle crise, tout à fait majeure, a marqué l'effondrement de la doctrine mondialiste laissez-fairiste qui s'était imposée peu à peu à partir des années soixante-dix.

Le Chapitre III indique très brièvement les principes des réformes qu'il faudrait mettre en œuvre pour mettre fin aux crises de plus en plus fortes qui se sont constatées depuis au moins deux siècles.

Qu'il s'agisse de la réforme du crédit, de la réforme de l'indexation, de la réforme des marchés boursiers, ou de la réforme du système monétaire international, il s'agit de réformes radicales mettant en jeu des intérêts considérables de toutes sortes.

Nul doute que mes propositions se heurteront comme dans le passé aux "*vérités établies*" qui de tout temps et partout n'ont cessé de s'opposer jusqu'ici aux réformes nécessaires.

Mais, il nous faut rappeler ici l'avertissement d'Abraham Lincoln : "*On peut tromper tout le monde quelque temps ou quelques uns tout le temps, mais on ne peut tromper tout le monde tout le temps*".

- De toute évidence il m'était impossible de traiter dans trois articles du Figaro tous les aspects *extrêmement complexes* de la crise actuelle.

J'ai donc ajouté à ces trois textes présentés dans les *Chapitres I, II, et III* de ce livre un grand nombre de *Notes* complémentaires.

De plus j'ai complété ces trois Chapitres par cinq *Appendices*.

Dans le premier Appendice, *La proposition de couverture intégrale des dépôts d'Irving Fisher*, je montre en quoi la proposition du "*hundred % money*", présentée par l'Ecole de Chicago et Irving Fisher à la suite de la *Grande Dépression* de 1929-1934, allait dans le bon sens, mais n'était pas suffisante. Cette proposition n'a d'ailleurs pas été suivie à l'époque.

Dans le second Appendice, *L'indexation et la littérature*, je rappelle que depuis longtemps d'éminents économistes se sont prononcés en faveur de l'indexation de tous les engagements sur l'avenir.

Dans le troisième Appendice, "*L'équation fondamentale de la dynamique monétaire*", très technique, mais indispensable, j'indique combien est éclairante, pour la mise en œuvre de toute politique économique efficace, la considération des trois élé-

ments constitutifs de la dépense globale, l'écart entre la masse monétaire et le montant global des encaisses désirées, le taux d'accroissement des moyens de paiement, et enfin le taux d'accroissement du volume des promesses de payer extra-bancaires.

Dans le quatrième Appendice, "*Réponses sommaires à quelques objections*", je présente des objections adressées à l'encontre des réformes proposées dans le *Chapitre III*. J'y réponds très brièvement.

Le cinquième Appendice enfin, "*Sur les Réformes proposées*", reproduit l'*Interview* du 2 décembre 1998 de Paul Fabra pour la revue *Politique Internationale*. Le lecteur pourra y trouver des réponses à un grand nombre de questions, particulièrement importantes, qu'il ne peut manquer de se poser, qu'il s'agisse des *justifications* des réformes proposées ou de ce qu'il convient de faire *dans l'immédiat* pour éviter que la présente crise ne dégénère comme dans les années trente en une profonde dépression.

- En fait, *personne aujourd'hui n'est réellement capable de prédire valablement l'avenir, tant sont nombreuses les incertitudes qui dominent la crise d'aujourd'hui.*

Le volume global des endettements à court terme contractés pour financer des investissements à moyen et long terme dans tous les pays du monde constitue notamment un danger potentiel considérable d'effondrements en chaîne des banques et des institutions financières.

- Un facteur essentiel de la situation actuelle est *l'erreur dominante* dans les milieux politiques et économiques *sur l'origine réelle du chômage européen.*

Suivant l'opinion couramment admise, le chômage européen ne résulterait pas de la mondialisation des échanges, mais tout à la fois d'avantages sociaux excessifs, d'une insuffisante flexibilité des salaires, et d'une politique monétaire indûment restrictive.

Dès maintenant se dessine une opposition irréductible entre les dirigeants de la Banque Centrale Européenne et les partis et les dirigeants politiques des pays membres de l'Union Européenne. Cette opposition fondée sur des idées erronées risque d'entraîner l'Europe dans des difficultés inextricables.

- Quant à moi je ne puis que réaliser combien il est difficile de faire comprendre les causes profondes de la crise mondiale actuelle et la nécessité des profondes réformes, *tout à fait radicales*, qu'il faudrait mettre en œuvre.

Depuis un demi-siècle, et à de nombreuses occasions, je n'ai cessé dans de nombreux ouvrages et articles de mettre en garde contre des institutions monétaires et financières totalement inappropriées ¹.

Faudrait-il donc que les économies des différents pays, et tout particulièrement celles de l'Europe occidentale, s'effondrent, et que la vie de dizaines de mil-

lions de gens sombre dans la détresse, pour que les yeux s'ouvrent enfin et que l'on comprenne parfaitement la portée de mon message : *"Ce qui doit arriver arrive"*.

Comment ne pas rappeler ici le jugement de Jacques Bainville ² : *"Pour que les conséquences apparaissent aux nations, il leur faut des catastrophes ou le recul de l'histoire"*.

Saint-Cloud, ce 10 Novembre 1998

- (1) Le lecteur en trouvera les références à la fin de ce volume.
- (2) Jacques Bainville, 1920, *Les Conséquences Economiques de la Paix*.

I

LA GRANDE DEPRESSION DE 1929-1934 ET SES ENSEIGNEMENTS ESSENTIELS

Ceci est arrivé, je pense en grande partie parce que les "meilleurs" n'avaient pas une perception bien claire des besoins de leur temps, et par conséquent des moyens les meilleurs pour sauver leur société.

Gaetano Mosca
La Classe dirigeante, 1939.

Si l'on veut éviter la récurrence des cycles économiques, on doit éviter l'expansion du crédit qui suscite le boom et conduit inévitablement à la récession.

Ludwig von Mises
Le Gouvernement omnipotent, 1944

Au regard de la crise mondiale actuelle rien n'est plus instructif, à bien des égards, que la Grande Dépression de 1929-1934. Comme l'a écrit autrefois Vilfredo Pareto : *"Il est tout aussi certain que l'histoire ne se répète jamais identiquement, qu'il est certain qu'elle se répète toujours en certaines parties que nous pouvons dire principales ... Les faits du passé et ceux du présent se prêtent un mutuel appui ... pour leur compréhension réciproque"* 1.

La hausse des cours de bourse et leur effondrement

Aux Etats-Unis, l'indice Dow Jones des industrielles est passé de 121 le 2 Janvier 1925 à 381 le 3 Septembre 1929, soit une hausse de 215 % en quatre ans et huit mois. Il s'est effondré à 230 le 30 Octobre, soit une baisse de 40 % en deux mois correspondant pour certaines actions à des baisses bien plus grandes encore.

L'indice Dow Jones n'a atteint son minimum de 41,2 que le 8 Juillet 1932, soit une baisse de 89 % en trois ans. Il n'a retrouvé son cours du 2 Janvier 1925 que le 24 Juin 1935, et son cours du 3 Septembre 1929 que le 16 Novembre 1954.

La baisse des cours de bourse de 1929 à 1932 avec toutes ses séquelles représente probablement *un des plus spectaculaires effondrements d'une hausse spéculative des cours que le monde ait jamais connu.*

Tant que la bourse a monté ceux qui achetaient, le plus souvent à crédit, voyaient leurs prévisions confirmées le lendemain par la hausse des cours, et jour après jour la hausse venait justifier les prévisions de la veille.

La hausse s'est poursuivie jusqu'à ce que certains opérateurs aient été amenés à considérer que les actions étaient manifestement considérablement surévaluées, et ils se sont mis à vendre, voire même à spéculer à la baisse. Dès que les cours n'ont plus monté, ils ont commencé à baisser, et la baisse a alors justifié la baisse, en entraînant à sa suite un pessimisme généralisé. La baisse ne pouvait plus alors que s'amplifier.

Une hausse des cours de bourse démesurée au regard de l'économie réelle

A la veille même du *Jeudi noir* du 24 Octobre 1929 où le Dow Jones est tombé à 299, en baisse de 22 % depuis son maximum de 381 du 3 Septembre 1929, la presque totalité des meilleurs économistes, dont par exemple le grand économiste américain Irving Fisher, considérait que la hausse de la bourse américaine était parfaitement justifiée par la prospérité de l'économie, la stabilité générale des prix, et les perspectives favorables de l'économie américaine.

Cependant, à première vue, la hausse des cours de bourse de 215 % de 1925 à 1929 apparaît incompréhensible au regard de l'évolution de l'économie américaine en termes réels. En effet de 1925 à 1929, en quatre ans, le produit national brut réel ne s'était élevé que de 13 %, la production industrielle de 21 % seulement, et le taux de chômage était resté stationnaire *au niveau de 3 %* ². Dans la même période, le produit national brut nominal ne s'était élevé que de 11 % ; le niveau général des prix avait baissé de 2 % ; la masse monétaire (monnaie en circulation plus dépôts à vue et à temps) ne s'était élevée que d'environ 11 % ³.

Cependant, de Janvier 1925 à Août 1929 la vitesse de circulation des dépôts dans les banques américaines à New York s'était élevée de 140 %. C'est cette augmentation de la vitesse de circulation des dépôts dans les banques de New York qui a permis l'augmentation des cours de Wall Street 4, 5.

La dépression

La vague de pessimisme que le krach boursier de 1929 a engendrée a entraîné de 1929 à 1932 une contraction d'environ 20 % de la masse monétaire et d'environ 30 % des dépôts bancaires 6. Dans le même temps la Federal Reserve essayait, mais vainement, de s'opposer à cette contraction en accroissant la monnaie de base de 9 % 7.

Les spéculateurs qui avaient acheté des actions avec des fonds empruntés à court terme se sont vus contraints d'emprunter à nouveau à des taux d'intérêt très élevés, voire à vendre à n'importe quel prix pour faire face à leurs engagements 8. Des retraits massifs de certains dépôts ont entraîné les faillites d'un grand nombre de banques 9, d'où une contraction accrue de la masse monétaire.

Ce pessimisme, ce climat de détresse, et cette contraction de la masse monétaire ont entraîné de 1929 à 1932 une diminution du produit national brut nominal de 50 %, du produit national brut réel de 29 %, de la production industrielle de 40 %, et de l'indice général des prix de 21 % 10.

Le taux de chômage est passé de 3,2 % en 1929 à 25 % en 1933, soit 13 millions de chômeurs 11, pour une population active de 51 millions. La population totale des Etats-Unis n'était alors que d'environ 120 millions 12, 13.

Un endettement excessif

La *Grande Dépression* a été considérablement aggravée dans son déroulement par le surendettement qui s'était développé avant le krach boursier de 1929 tant à l'intérieur des Etats-Unis qu'à l'extérieur des Etats-Unis.

- A l'intérieur des Etats-Unis le montant global des dettes des particuliers et des entreprises 14, correspondant en grande partie à des crédits bancaires,

s'était considérablement accru de 1921 à 1929. En 1929 il représentait environ 1,6 fois le produit national brut américain. Au regard de la baisse des prix et de la diminution de la production au cours de la *Grande Dépression* le poids de ces dettes s'est révélé insupportable 15.

Parallèlement, de 1921 à 1929, l'endettement de l'Etat fédéral et celui des Etats et des municipalités s'étaient également considérablement accrus. En 1929 ils représentaient respectivement environ 16,3 % et 13,2 % du P.N.B. américain.

- A l'extérieur des Etats-Unis le montant des Réparations dû par l'Allemagne avait été fixé en 1921 à 33 milliards de dollars représentant environ 32 % du P.N.B. américain en 1929. Au titre des dettes de guerre 16, les nations européennes devaient aux Etats-Unis environ 11,6 milliards de dollars représentant environ 11 % du P.N.B. américain.

Enfin, des prêts privés, principalement bancaires, avaient été consentis, principalement à l'Allemagne, pour un montant global de 14 milliards de dollars en 1929, représentant environ 13,5 % du P.N.B. américain.

Les dettes de guerre s'étaient révélées impayables. L'Allemagne n'avait pu s'acquitter que très partiellement de ses obligations, et cela principalement avec des fonds empruntés.

Le développement de la *Grande Dépression* a été considérablement aggravé par les charges de toutes ces dettes et par les mouvements internationaux de capitaux à court terme qui en sont résultés par suite des interdépendances complexes de toutes sortes entre les économies européennes et l'économie américaine. En fait, la plupart de ces dettes ont dû être réduites et rééchelonnées au cours de la *Grande Dépression*.

Des mouvements massifs de capitaux et des dévaluations compétitives

A partir des Etats-Unis la Grande Dépression s'est étendue dans tout l'Occident générant partout l'effondrement des économies, le chômage, la misère et la détresse.

A la suite de l'abandon de l'étalon or en Septembre 1931 par la Grande-Bretagne se sont succédé des dévaluations en chaîne. La plus spectaculaire a correspondu à l'abandon de l'étalon or par les Etats-Unis en Avril 1933.

Toute cette période peut se caractériser à la fois par des spéculations sur les monnaies, des mouvements massifs de capitaux ¹⁷, des dévaluations compétitives, et des politiques protectionnistes des différents pays pour essayer de se protéger des désordres extérieurs.

Finalement, vers la fin de 1936, les relations de change entre les principales monnaies n'étaient pas très différentes de ce qu'elles étaient en 1930 avant que le cycle des dévaluations compétitives n'ait commencé.

Facteurs psychologiques et facteurs monétaires

Si la hausse des cours de bourse de 1925 à 1929 a quelque chose d'incompréhensible au regard de l'évolution de l'économie américaine en termes réels pendant la même période, la baisse de l'activité économique en termes réels de 1929 à 1932 n'en

apparaît pas moins aussi étonnante, au moins à première vue. Comment est-il donc possible que la chute des cours boursiers ait pu induire par elle-même une telle diminution de l'activité économique ?

En réalité ces deux phénomènes, qui à première vue apparaissent quelque peu paradoxaux, s'éclairent parfaitement *dès que l'on considère à la fois les facteurs psychologiques et les facteurs monétaires.*

Lorsque la conjoncture est favorable les encaisses désirées diminuent et de ce fait la dépense globale augmente. Lorsqu'elle est défavorable les encaisses désirées augmentent et la dépense globale diminue ¹⁸. De même, la croyance dans la hausse suscite la création *ex nihilo* de moyens de paiement bancaires et l'appréhension de la baisse engendre la destruction des moyens de paiement antérieurement créés *ex nihilo* ¹⁹.

La hausse entraîne la hausse, et la baisse entraîne la baisse. Pour les spéculateurs à la hausse ou à la baisse des actions ce ne sont pas les "*fondamentaux*" qui sont considérés, mais c'est l'appréciation psychologique de ce que les autres vont faire ²⁰.

La Grande Dépression de 1929-1934 et le mécanisme du crédit

L'origine et le développement de la *Grande Dépression* de 1929-1934 représentent certainement la meilleure illustration que l'on puisse donner des effets nocifs du mécanisme du crédit : - *la création ou la destruction de monnaie ex nihilo par le système bancaire ; - la couverture fractionnaire des dépôts ; - le financement d'investissements à long terme par des fonds empruntés à court terme ; - le financement de la spéculation par le crédit ; - et les variations de la valeur réelle de la monnaie et de l'activité économique qui en résultent.*

L'ampleur de la crise de 1929 a été la conséquence inévitable de l'expansion déraisonnable des crédits boursiers qui l'a précédée aux Etats-Unis et de la montée extravagante des cours de bourse qu'elle a permise, sinon suscitée ²¹.

Au regard de la prospérité de l'économie et de la montée des cours jusqu'en 1929, le diagnostic de l'opinion dominante était aussi général qu'affirmatif. Il s'agissait d'une "New Era", d'une nouvelle ère de prospérité générale qui s'ouvrait au monde entier.

Cependant l'analyse qui précède montre avec quelle prudence on doit considérer la prospérité d'une économie en termes réels *dès lors que se développent des déséquilibres potentiels*, à première vue mineurs en valeur relative, mais susceptibles d'entraîner, lorsqu'ils se concrétisent et se cumulent, de profondes modifications de la psychologie collective ²².

Rien de fondamentalement nouveau dans la crise de 1929

Ce qui pour l'essentiel explique le développement de la "New Era" aux Etats-Unis et dans le monde dans les années qui ont précédé le krach de 1929, c'est *l'ignorance, une ignorance profonde de toutes les crises du XIX^{ème} siècle et de leur signification réelle.*

La crise de 1929-1934 n'était en fait qu'une répétition particulièrement marquée des crises qui s'étaient succédé au XIX^{ème} siècle ²³, et dont sans doute la crise de 1873-1879 avait été une des plus significatives.

En fait, toutes les grandes crises des XVIII^{ème}, XIX^{ème} et XX^{ème} siècles ont résulté du développement excessif des promesses de payer et de leur monétisation 24, 25.

Partout et à toute époque les mêmes causes génèrent les mêmes effets, et ce qui doit arriver arrive.

Les économistes les plus lucides, comme Clément Juglar 26 et Irving Fisher 27, ont analysé avec pénétration les mécanismes des crises, leur génération, et leur développement. Malheureusement ils sont restés méconnus et ils n'ont pas été écoutés. Si on avait pleinement reçu leurs messages, si on avait pleinement compris leurs analyses, la situation d'aujourd'hui serait tout autre.

NOTES

- (1) Vilfredo Pareto, *Traité de Sociologie Générale*, 1916.
- (2) Le taux de chômage de 3 % aux Etats-Unis de 1925 à 1929 est *très significatif*. C'est là le taux *normal* du chômage dans une économie de marchés. Le taux du chômage technologique est naturellement inférieur à ce taux.
- Certains se sont étonnés que pour 1993 j'ai pu, dans mon analyse du chômage en France, attribuer au chômage technologique un total de 700 mille chômeurs sur un sous-emploi total de 4 700 000 chômeurs (chômage au sens du BIT + traitement social du chômage) représentant environ 2,6 % de la population active ($700 / (22\,277 + 4\,700) = 2,6\%$, *Combats pour l'Europe*, 1994, p. 361, et 498-499). En réalité c'est là l'ordre de grandeur *normal* du taux de chômage technologique.
- (3) La masse monétaire M_1 (monnaie en circulation plus dépôts à vue) s'était accrue de 3,8 % et la masse monétaire M_2 (M_1 plus dépôts à temps) de 10,8 %. La monnaie de base B (monnaie manuelle + dépôts auprès du

Federal Reserve System) ne s'était accrue que de 0,9 %. Les différences $M_1 - B$ et $M_2 - B$ correspondant aux dépôts bancaires ne s'étaient élevées que de 5,0 % et 12,8 %.

- (4) La dépense globale est en effet égale au produit de la masse monétaire par la vitesse de circulation.
- (5) Jusqu'au krach de 1929 la hausse des cours de bourse aux Etats-Unis a été très souvent manipulée.

Le développement des *investment funds* et *holding companies* a été une des causes profondes d'une spéculation effrénée. Ces sociétés de portefeuille détenaient des paquets d'actions et d'obligations et avaient intérêt à faire hausser les cours. En outre, des pratiques malhonnêtes, des fraudes diverses se sont développées à une grande échelle aux dépens d'un public facile à duper.

Norman J. Silberling écrit (*The Dynamics of Business*, 1943, p. 402-403) :

"Many officers and directors traded in their own shares or participated in pool manipulation. This whole matter of manipulation continues to be more or less shrouded in mystery, because it has been a practice requiring secrecy. Manipulation of stock prices has been of several types, ranging from small amateur pools, operating largely on borrowed funds, perhaps without connivance of insiders, to large and wealthy pools having expert managers and operating with option agreements in collusion with company officials."

- (6) En fait, la masse monétaire M_1 a diminué de 21 % et la masse monétaire M_2 de 23 %, les différences $M_1 - B$ et $M_2 - B$ diminuant respectivement de 31 % et 28 %.
- (7) Lorsque le pessimisme est dominant, l'accroissement de la monnaie de base reste de peu d'effet pour accroître la masse monétaire globale (monnaie de base + monnaie scripturale). Comme l'affirme le dicton "On ne peut pas faire boire un âne qui n'a pas soif".
Voir la note 19 ci-dessous.
- (8) Sur le New York Stock Exchange le *call loan rate* s'est élevé jusqu'à 20 %. En 1931, il s'est abaissé jusqu'à 1 %.
- (9) Dans un système de couverture fractionnaire des dépôts, aucune banque ne peut faire face à des retraits massifs.
En 1931, 2 550 banques américaines ont fait faillite.
- (10) Dans certains secteurs la chute de la production a été encore plus spectaculaire. L'indice de la production d'automobiles s'est abaissé de 166 en 1929 à 28 en mars 1932, soit une baisse d'environ 83 %.
L'indice de la construction s'est abaissé de 142 en février 1928 à 15 en mars 1932, soit une baisse de près de 90 %.

- (11) Pour aider les chômeurs il n'y avait alors aux Etats-Unis que la charité privée.
- (12) A ma sortie de l'Ecole Polytechnique j'ai passé trois semaines en août 1933 en voyage d'études aux Etats-Unis. Les Etats-Unis offraient alors un inimaginable spectacle de désolation. La société américaine était désemparée et personne ne pouvait avancer une explication plausible.
- La situation de la France, *relativement* peu touchée, n'était alors en rien comparable à celle des Etats-Unis (voir la note 13 ci-dessous).

- (13) *En France* le chômage est resté très modéré, 300.000 chômeurs en 1932 pour une population totale de 41 millions et une population active de 21 millions, soit un taux de chômage d'environ 1,4 %.

En Allemagne par contre le chômage a atteint en 1932 le chiffre de 6 millions de chômeurs pour une population totale de 65 millions et une population active de 35 millions, soit un taux de chômage de 17 %.

Concurremment avec les incidences du Traité de Versailles et le souvenir de l'hyperinflation de 1920-1923, qui avait ruiné une grande partie de la classe moyenne, *ce chômage massif a constitué un des trois facteurs majeurs qui ont amené Hitler au pouvoir en 1933.*

- Sur la base 100 en 1929 l'indice de la production industrielle en 1933 a été *de 53 aux Etats-Unis, de 53 en Allemagne, et de 72 en France.*
- (14) Consumer credit, mortgages, et corporate liabilities.
- (15) Tout particulièrement la situation des fermiers américains était devenue particulièrement insupportable. De 1929 à 1932 la baisse de l'indice des prix agricoles avait été environ deux fois plus forte que la baisse du niveau général des prix alors qu'en valeur réelle l'endettement des agriculteurs s'était élevé d'environ 100 %.
- (16) Considérées *indûment* à l'époque par les Etats-Unis comme de simples dettes commerciales.
- (17) C'est le retrait des capitaux américains placés à court terme en Allemagne et utilisés pour des investissements à long terme qui y a entraîné la récession.
- C'est ce même retrait des capitaux américains qui a entraîné en Autriche la faillite spectaculaire du *Kreditanstalt* le 11 mai 1931.
- (18) La variation de la dépense globale comporte deux éléments : le premier proportionnel à l'écart relatif entre

le montant global des encaisses détenues (égal à la masse monétaire) et le montant global des encaisses désirées (égal au montant des encaisses que l'ensemble des opérateurs désire détenir) ; et le second égal à l'accroissement relatif de la masse monétaire.

L'encaisse globale désirée dépend essentiellement de facteurs psychologiques. En temps de prospérité elle tend à diminuer en induisant par là-même une augmentation de la dépense globale. En période de récession l'encaisse globale désirée augmente (en raison des incertitudes de l'avenir) et elle induit par là-même une diminution de la dépense globale. La récession se trouve ainsi aggravée.

Lorsqu'en temps de dépression on parle de restaurer la confiance, il s'agit en réalité de prendre des mesures susceptibles de diminuer les encaisses désirées.

Voir l'Appendice III ci-dessous, *L'équation fondamentale de la dynamique monétaire*.

- (19) La création de monnaie scripturale dépend d'une double volonté, la volonté des banques de prêter, et la volonté des agents économiques d'emprunter.

En temps de prospérité cette double volonté existe et la monnaie scripturale augmente. En temps de récession cette double volonté disparaît et la monnaie scripturale diminue.

- (20) Au début de 1929 Philip Cortney *, qui avait réalisé une fortune dans les importations d'acier français aux Etats-Unis, m'a indiqué qu'il considérait alors le niveau du Dow Jones comme tout à fait irréaliste au regard des "fondamentaux" de l'époque. Il a donc décidé de prendre des positions à la baisse au printemps, puis au début de l'été 1929, mais il a subi alors de fortes pertes en raison de la continuation de la hausse boursière. Découragé il s'est alors retiré du marché, et ce n'est que quelques semaines plus tard qu'il a vu de ses prévisions se réaliser.

(*) J'ai fait la connaissance de Philip Cortney après la guerre, et par la suite je l'ai rencontré à nouveau à de nombreuses reprises à Genève où j'ai donné un enseignement d'économie à l'Institut des Hautes Etudes Internationales de 1967 à 1970.

- (21) Comme l'écrit justement Silberling :

"The stupendous rise in the market in that year (1929) cannot be understood without awareness of this systematic distributive mechanism that floated buoyantly on an ocean of bank credit".

(The Dynamics of Business, 1943, p. 407).

A cette spéculation effrénée participaient tout à la fois non seulement les entreprises, mais également une grande partie de la population avec des fonds empruntés.

(22) On ne saurait trop insister sur l'importance des facteurs psychologiques dans le déroulement des fluctuations conjoncturelles.

Tout se passe comme si le comportement des agents économiques était déterminé par des facteurs héréditaires.

Sur ce point essentiel voir Allais, 1965, *Reformulation de la théorie quantitative de la monnaie*, Editions Sedeis, 186 p.

Voir également l'Appendice III ci-dessous, *L'équation fondamentale de la Dynamique monétaire*.

(23) Lors de la crise de 1837 le Révérend Leonard Bacon déclarait dans son sermon du 21 mai :

"A few months ago, the unparalleled prosperity of our country was the theme of universal gratulation. Such a development of resources, so rapid an augmentation of individual and public wealth, so great a manifestation of the spirit of enterprise, so strong and seemingly rational a confidence in the prospect of unlimited success, were never known before. But how suddenly has all this prosperity been arrested ! That confidence, which in modern times, and especially in our own country, is the basis of commercial intercourse, is failing in every quarter ; and all the financial interests of the country seem to be convulsed and disorganized."

"The merchant whose business ... [was] conducted on safe principles ... [finds that] loss succeeds to loss, till he shuts up his manufactory and dismisses his laborers. The speculator who dreamed himself rich, finds his fancied riches disappearing like an exhalation ..."

"What more may before us ... It is enough to know that this distress is hourly becoming wider and more intense ..."

(Irving Fisher, *Booms and Depressions*, 1932).

(24) Sur les crises du XIX^{ème} siècle, Clément Juglar écrivait déjà en 1860 :

"Les crises commerciales sont le résultat d'altérations profondes dans le mouvement du crédit ... Qu'est-ce que le crédit, le simple pouvoir d'acheter en échange d'une promesse de payer ? ... La fonction d'une banque ou d'un banquier est d'acheter des dettes avec des promesses de payer ... La pratique seule du crédit amène ainsi, par l'abus qu'on est porté à en faire, aux crises commerciales ..."

"Le crédit est le principal moteur, il donne l'impulsion ; c'est lui qui, par la signature d'un simple effet de commerce, d'une lettre de change, donne une puissance d'achat qui paraît illimitée ... Ce qui favorise le développement des affaires et la hausse des prix, c'est le crédit ... Chaque échange d'un produit donne lieu à une nouvelle promesse de payer ..."

(Clément Juglar, 1860, *Des Crises Commerciales et leur Retour Périodique*, 2^{ème} édition, 1889).

- (25) J'ai présenté une analyse synthétique des relations de causes à effets de la dynamique monétaire dans l'*Introduction* à la deuxième édition de mon ouvrage *Economie et Intérêt* (Editions Clément Juglar, 62 avenue de Suffren, 75015 Paris, tél. 01 45 67 58 06), p. 115-174. Pour une bibliographie étendue de mes analyses, voir p. 116-117, 154, et 164-165.

Voir également l'*Appendice III* ci-dessous, *L'Equation Fondamentale de la Dynamique Monétaire*.

- (26) Voir la note 24 ci-dessus.
- (27) Voir notamment Fisher, 1932, *Booms and Depressions* ; 1933, *Stamp Scrip* ; 1934, *Stable Money. A History of the Movement* ; 1935, *100 % Money*.

II

LA CRISE MONDIALE D'AUJOURD'HUI

The follies of the ages are repeated again and again. It is a melancholy fact that each generation must relearn the fundamental principles of money in the bitter school of experiences ...

It is necessary to make as familiar as possible the workings of the financial machinery if further errors are to be avoided in the future. It is to the mismanagement of the monetary mechanism that most of our recent troubles are chiefly ascribable.

C.A. Phillips, T.F. Mc Manus
R.W. Nelson
Banking and the Business Cycle.
*A Study of the Great Depression
in the United States, 1938*

La situation actuelle a permis à l'ignorance et à la légèreté des hommes d'Etat de produire des conséquences ruineuses dans le domaine économique.

John Maynard Keynes
La Réforme Monétaire, 1924

La propagation de la crise

A partir de Juin 1997 une crise monétaire et financière s'est déclenchée en Asie et elle se poursuit actuellement. Le déroulement de cette crise, *dont nul n'avait prévu la soudaineté et l'ampleur* ¹, a été très complexe, mais en 1997 et 1998, et pour l'essentiel, on peut distinguer trois phases : - de Juin à Décembre 1997 ; - de Janvier à Juin 1998 ; - et de Juin 1998 à Octobre 1998 ².

- *La première phase, de Juin à Décembre 1997, purement asiatique, a débuté avec une très forte spéculation à la baisse de la monnaie thaïlandaise, aboutissant à sa dévaluation de 18 % le 2 Juillet 1997. Cette période a été marquée par la chute des monnaies et des bourses des pays asiatiques : la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines, Taïwan, Singapour, Hong-Kong, la Corée du Sud. La chute moyenne de leurs indices boursiers a été d'environ 40 %. Par rapport au dollar les monnaies de la Thaïlande, de la Corée, de la Malaisie, et de l'Indonésie se sont dépréciées respectivement d'environ 40 %, 40 %, 50 % et 70 %.*

- *La deuxième phase, de Décembre 1997 à Juin 1998, a donné lieu, après une courte reprise en Janvier-Février, à de nouvelles chutes des bourses asiatiques. Pour l'ensemble de la période la chute moyenne des cours a été d'environ 20 %.*

Le fait marquant de cette période a été *le rapatriement aux Etats-Unis et en Europe des capitaux prêtés à court terme en Asie* entraînant par là même des hausses des cours de bourse aux Etats-Unis et en Europe. La hausse a été particulièrement marquée à Paris où le CAC 40 a augmenté d'environ 40 % de Décembre 1997 à Juillet 1998, hausse deux fois plus forte qu'à New-York.

La fin de cette période a été marquée par une très forte baisse des matières premières et un effondrement de la bourse de Moscou d'environ 60 %.

Au cours de cette période les difficultés des intermédiaires financiers au Japon en raison d'un très grand nombre de prêts aventureux se sont aggravées et le yen a continué à se déprécier. De fortes tensions monétaires se sont également manifestées en Amérique latine.

- *La troisième phase a débuté en Juillet 1998 avec de très fortes tensions politiques, économiques, et monétaires en Russie ³. La convertibilité du rouble n'a pu être maintenue. Le 2 septembre 1998 il avait perdu 70 % de sa valeur et une hyperinflation s'était déclenchée.*

Cette situation a suscité de très fortes baisses des actions aux Etats-Unis et en Europe. La baisse à Paris du CAC 40, d'environ 30 %, a été spectaculaire ⁴.

Partout un climat de pessimisme, voire de détresse, s'est répandu rapidement dans le monde entier. *Personne aujourd'hui n'apparaît réellement capable de prévoir l'avenir avec quelque certitude ⁵.*

- Dans les pays asiatiques qui ont subi des baisses considérables de leurs monnaies et de leurs bourses, les fuites spéculatives de capitaux ont entraîné de très graves difficultés sociales. *Ce qui est pour le moins affligeant, c'est que les grandes institutions internationales sont bien plus préoccupées par les pertes des spéculateurs (indûment qualifiés d'investisseurs) que par le chômage et la misère suscités par cette spéculation ⁶.*

*La crise mondiale d'aujourd'hui
et la Grande Dépression.*

De profondes similitudes

- *De profondes similitudes apparaissent entre la crise mondiale d'aujourd'hui et la Grande Dépression de 1929-1934 : - la création et la destruction de moyens de paiement par le système du crédit ; - le financement d'investissements à long terme avec des fonds empruntés à court terme ; - le développement d'un endettement gigantesque ; - une spéculation massive sur les actions, les obligations, et les monnaies ; - un système financier et monétaire fondamentalement instable.*

Cependant des différences majeures existent entre les deux crises. Elles correspondent à des facteurs *fondamentalement aggravants*.

- En 1929 le monde était partagé entre deux zones distinctes : d'une part, l'Occident, essentiellement les Etats-Unis et l'Europe ; et d'autre part, le monde communiste, la Russie soviétique et la Chine. Une grande part du Tiers Monde d'aujourd'hui était sous la domination des empires coloniaux, essentiellement ceux de la Grande-Bretagne et de la France.

Aujourd'hui, depuis les années 70, *une mondialisation géographiquement de plus en plus étendue des économies s'est développée* incluant les pays issus des anciens empires coloniaux, la Russie et les pays de l'Europe de l'Est depuis la chute du mur de Berlin en 1989. *La nouvelle division du monde se fonde aujourd'hui sur les inégalités de développement économique.*

Il y a ainsi entre la situation en 1929 et la situation actuelle une différence considérable d'échelle, c'est le monde entier qui actuellement est concerné.

- Depuis les années 70, une seconde différence, *majeure également et sans doute plus aggravante encore*, apparaît relativement à la situation du monde en 1929.

La mondialisation *précipitée et excessive* qui s'est développée a entraîné par elle-même des difficultés majeures. Une instabilité sociale potentielle est apparue partout, une accentuation des inégalités particulièrement marquée aux Etats-Unis, et *un chômage massif en Europe occidentale* ⁷.

La Russie et les Pays de l'Europe de l'Est ont rencontré également des difficultés très difficiles à surmonter en raison d'une libéralisation trop hâtive 8.

Alors qu'en 1929 le chômage n'est apparu en Europe qu'à la suite de la crise financière et monétaire, un chômage massif *se constate déjà aujourd'hui* au sein de l'Union Européenne pour des causes très différentes 9, et ce chômage ne pourrait qu'être très aggravé si la crise financière et monétaire mondiale d'aujourd'hui devait se développer.

- En fait, on ne saurait trop insister sur *les profondes similitudes*, tout à fait essentielles, qui existent entre la crise d'aujourd'hui et les crises qui l'ont précédée, dont la plus significative a été sans doute celle de 1929. Ce qui est réellement important en effet ce n'est pas tant l'analyse des modalités relativement complexes et des *"technicalities"* de la crise actuelle, qu'une compréhension profonde des facteurs qui l'ont générée.

De cette compréhension dépendent en effet un diagnostic correct de la crise actuelle et l'élaboration des réformes qu'il conviendrait de réaliser pour

mettre fin aux crises qui ne cessent de ravager les économies depuis au moins deux siècles, toujours de plus en plus fortes en raison de leur extension progressive au monde entier.

La création et la destruction de moyens de paiement par le mécanisme du crédit

- Fondamentalement le mécanisme du crédit aboutit à une création de moyens de paiement *ex nihilo*, car le détenteur d'un dépôt auprès d'une banque le considère comme une encaisse disponible, alors que dans le même temps la banque a prêté la plus grande partie de ce dépôt, qui, redéposée ou non dans une banque, est considérée comme une encaisse disponible par son bénéficiaire. A chaque opération de crédit il y a ainsi duplication monétaire. Au total, le mécanisme du crédit aboutit à une création de monnaie *ex nihilo* par de simples jeux d'écritures 10. Reposant essentiellement sur la couverture *fractionnaire* des dépôts, ce système est *fondamentalement instable*.

Le volume des dépôts bancaires dépend en fait d'une double décision, celle de la banque de s'engager à vue et celle des emprunteurs de s'endetter. Il résulte de là que le montant global de la masse monétaire est extrêmement sensible aux fluctuations conjoncturelles. Il tend à croître en période d'optimisme et à décroître en période de pessimisme, d'où des effets déstabilisateurs ¹¹.

En fait, il est *certain* que pour la plus grande part l'ampleur de ces fluctuations résulte du mécanisme du crédit, et que sans l'amplification de la création (ou de la destruction) monétaire par la voie bancaire les fluctuations conjoncturelles seraient considérablement atténuées, sinon totalement supprimées ¹².

- De tout temps on a pu parler des "*miracles du crédit*". Pour les bénéficiaires du crédit il y a effectivement quelque chose de miraculeux dans le mécanisme du crédit puisqu'il permet de créer *ex nihilo* un pouvoir d'achat effectif qui s'exerce sur le marché sans que ce pouvoir d'achat puisse être considéré comme la rémunération d'un service rendu.

Cependant, autant la mobilisation d'"*épargnes vraies*" par les banques pour leur permettre de financer des investissements productifs est fondamentalement utile, autant la création de "*faux droits*" par la création monétaire est fondamentalement nocive, tant du point de vue de l'efficacité économique qu'elle compromet par les distorsions de prix qu'elle suscite, que du point de vue de la distribution des revenus qu'elle altère et rend inéquitable.

Le financement d'investissements à long terme avec des fonds empruntés à court terme

Par l'utilisation des dépôts à vue et à court terme de ses déposants l'activité d'une banque aboutit à financer des investissements à moyen ou long terme correspondant aux emprunts qu'elle a consentis à ses clients. Cette activité repose ainsi sur l'échange de promesses de payer à un terme donné de la banque contre des promesses de payer à des termes plus éloignés des clients moyennant le paiement d'intérêts.

Les totaux de l'actif et du passif du bilan d'une banque sont bien égaux, mais cette égalité est purement comptable, car elle repose sur la mise en parallèle d'éléments de nature différente : - au passif des engagements à vue et à court terme de la banque ; - à l'actif des créances à plus long terme correspondant aux prêts effectués par la banque ¹³.

De là résulte *une instabilité potentielle permanente* du système bancaire dans son ensemble, puisque les banques sont à tout moment dans l'incapacité absolue de faire face à des retraits massifs des dépôts à vue ou des dépôts à terme arrivant à échéance, leurs actifs n'étant disponibles qu'à des termes plus éloignés.

Si tous les investissements dans les pays sous-développés avaient été financés par les banques grâce à des prêts privés d'une maturité au moins aussi éloignée, et si le financement des déficits de la balance des transactions courantes des Etats-Unis était uniquement assuré par des investissements étrangers à long terme aux Etats-Unis, tous les déséquilibres n'auraient qu'une portée beaucoup plus réduite, et il n'existerait aucun risque majeur.

Ce qui par contre est éminemment dangereux, *c'est l'amplification des déséquilibres par le mécanisme du crédit, et l'instabilité du système financier et monétaire tout entier*, sur le double plan national et international, qu'il suscite. Cette instabilité a été *considérablement aggravée* par la totale libération des mouvements de capitaux dans la plus grande partie du monde.

Le développement d'un endettement gigantesque

- A partir de 1974 le développement *universel* des crédits bancaires et l'inflation massive qui en est résultée ont abaissé pour presque une décennie les taux d'intérêt réels à des valeurs très faibles, voire négatives, génératrices à la fois d'inefficacité et de spoliation ¹⁴. A des épargnes vraies se sont substitués des financements longs à partir d'une création monétaire *ex nihilo*. Les conditions de l'efficacité comme celles de l'équité s'en sont trouvées compromises. Le fonctionnement du système a abouti tout à la fois à un gaspillage de capital et à une destruction de l'épargne.

- C'est grâce à la création monétaire que pour une large part les pays en voie de développement ont été amenés à mettre en place des plans de développement trop ambitieux, et à vrai dire déraisonnables, et à remettre à plus tard les ajustements qui s'imposaient, tant il est facile d'acheter dès lors qu'on peut se contenter de payer avec des promesses de payer.

Par nécessité, la plupart des pays débiteurs ont été conduits à se procurer par de nouveaux emprunts ¹⁵ les ressources nécessaires à la fois pour financer les amortissements et les intérêts de leurs dettes, et pour réaliser de nouveaux investissements. Peu à peu cependant la situation est devenue intenable.

- Parallèlement, l'endettement des administrations publiques des pays développés en pourcentage du produit national brut et la charge des intérêts en pourcentage des dépenses publiques ont atteint des niveaux difficilement supportables ¹⁶.

Une spéculation massive

Depuis 1974 une spéculation massive s'est développée à l'échelle mondiale. La spéculation sur les monnaies et la spéculation sur les actions, les obligations, et les produits dérivés en représentent deux illustrations significatives.

- La substitution en mars 1973 du système des changes flottants au système des parités fixes, mais révisables, a accentué l'influence de la spéculation sur les changes alimentée par le crédit. Associé au système des changes flottants le système du crédit tel qu'il fonctionne actuellement a puissamment contribué à l'instabilité profonde des taux de change depuis 1974.

Pendant toute cette période une spéculation effrénée s'est développée sur les taux de change relatifs des principales monnaies, le dollar, le deutsche mark, et le yen, chaque monnaie pouvant être achetée contre une autre sans paiements effectifs grâce au mécanisme du crédit ¹⁷.

- La spéculation sur les actions, les obligations, et les produits dérivés a été tout aussi spectaculaire. A New-York et depuis 1983 se sont développés à un rythme exponentiel de gigantesques marchés sur les "*stock-index futures*", les "*stock-index options*", les "*options on stock-index futures*", et tous les produits dérivés 18.

Ces marchés à terme où le coût des opérations est beaucoup plus réduit que sur les opérations au comptant et où pour l'essentiel les positions sont prises à crédit ont permis une spéculation accrue et généré une très grande instabilité des cours. Ils ont été accompagnés d'un développement accéléré de fonds spéculatifs, les "*hedge-funds*" 19.

En fait, sans la création de monnaie et de pouvoir d'achat *ex nihilo* que permet le système du crédit, jamais les hausses extraordinaires des cours de bourse que l'on constate avant les grandes crises ne seraient possibles, car à toute dépense consacrée à l'achat d'actions, par exemple, correspondrait quelque part une diminution d'un montant équivalent de certaines dépenses, et tout aussitôt se développeraient des mécanismes régulateurs tendant à enrayer toute spéculation injustifiée.

- Qu'il s'agisse de la spéculation sur les monnaies, de la spéculation sur les actions, ou de la spéculation sur les produits dérivés, le monde est devenu un vaste casino où les tables de jeu sont réparties sur toutes les longitudes et toutes les latitudes. Le jeu et les enchères, auxquelles participent des millions de joueurs, ne s'arrêtent jamais. Aux cotations américaines se succèdent les cotations à Tokyo et à Hong Kong, puis à Londres, Paris et Francfort.

Partout la spéculation est favorisée par le crédit *puisque'on peut acheter sans payer et vendre sans détenir*. On constate le plus souvent une dissociation entre les données de l'économie réelle et les cours nominaux déterminés par la spéculation.

Sur toutes les places cette spéculation, frénétique et fébrile, est permise, alimentée, et amplifiée par le crédit. Jamais dans le passé elle n'avait atteint une telle ampleur.

Un système financier et monétaire fondamentalement instable

L'économie mondiale tout entière repose aujourd'hui sur de gigantesques pyramides de dettes,

prenant appui les unes sur les autres dans un équilibre fragile. Jamais dans le passé une pareille accumulation de promesses de payer ne s'était constatée. Jamais sans doute il n'est devenu plus difficile d'y faire face. Jamais sans doute une telle instabilité potentielle n'était apparue avec une telle menace d'un effondrement général.

Toutes les difficultés rencontrées résultent de la méconnaissance d'un fait fondamental, c'est qu'aucun système décentralisé d'économie de marchés ne peut fonctionner correctement si la création incontrôlée *ex nihilo* de nouveaux moyens de paiement permet d'échapper, au moins pour un temps, aux ajustements nécessaires. Il en est ainsi toutes les fois que l'on peut s'acquitter de ses dépenses ou de ses dettes avec de simples promesses de payer, sans aucune contrepartie réelle, directe ou indirecte, effective.

Devant une telle situation tous les experts sont à la recherche de moyens, voire d'expédients, pour sortir des difficultés, mais aucun accord réel ne se réalise sur des solutions définies et efficaces. Pour l'immédiat la presque totalité des experts ne voient guère d'autre solution, au besoin par des pressions

exercées sur les banques commerciales, les Instituts d'émission et le F.M.I., que la création de nouveaux moyens de paiement permettant aux débiteurs et aux spéculateurs de faire face au paiement des amortissements et des intérêts de leurs dettes, en alourdissant encore par là même cette charge pour l'avenir.

Au centre de toutes les difficultés rencontrées on trouve toujours, sous une forme ou sous une autre, le rôle néfaste joué par le système actuel du crédit et la spéculation massive qu'il permet. *Tant qu'on ne reformera pas fondamentalement le cadre institutionnel dans lequel il joue, on rencontrera toujours, avec des modalités différentes suivant les circonstances, les mêmes difficultés majeures. Toutes les grandes crises du XIX^{ème} et du XX^{ème} siècle ont résulté du développement excessif des promesses de payer et de leur monétisation.*

Particulièrement significative est l'absence totale de toute remise en cause du fondement même du système du crédit tel qu'il fonctionne actuellement, savoir la création de monnaie *ex nihilo* par le système bancaire et la pratique généralisée de financements longs avec des fonds empruntés à court terme.

En fait, sans aucune exagération, le mécanisme actuel de la création de monnaie par le crédit est certainement le "cancer" qui ronge irrémédiablement les économies de marchés de propriété privée 20.

L'effondrement de la doctrine laissez-fairiste mondialiste

Depuis deux décennies une nouvelle doctrine s'était peu à peu imposée, la doctrine du libre-échange mondialiste impliquant la disparition de tout obstacle aux libres mouvements des marchandises, des services et des capitaux.

- Suivant cette doctrine la disparition de tous les obstacles à ces mouvements serait une condition à la fois nécessaire et suffisante d'une allocation optimale des ressources à l'échelle mondiale. *Tous les pays, et dans chaque pays tous les groupes sociaux, verraient leur situation améliorée.*

Le marché, et le marché seul, était considéré comme pouvant conduire à un équilibre stable, d'autant plus efficace qu'il pouvait fonctionner à l'échelle mondiale. En toutes circonstances il convenait de se soumettre à sa discipline.

Les partisans de cette doctrine, de ce nouvel intégrisme, étaient devenus aussi dogmatiques que les partisans du communisme avant son effondrement définitif avec la chute du mur de Berlin en 1989. Pour eux l'application de cette doctrine libre-échangiste mondialiste s'imposait à tous les pays, et si des difficultés se présentaient dans cette application elles ne pouvaient être que temporaires et transitoires.

Pour tous les pays en voie de développement leur ouverture totale vis-à-vis de l'extérieur était une condition nécessaire de leur croissance et la preuve en était donnée, disait-on, par les progrès extrêmement rapides des pays émergents du Sud-Est asiatique. Là se trouvait, répétait-on constamment, un pôle de croissance majeur pour tous les pays occidentaux 21.

Pour les pays développés la suppression de toutes les barrières tarifaires ou autres était considérée comme une condition de leur croissance comme le montraient décisivement les succès incontestables des tigres asiatiques, et, répétait-on encore, l'Occident n'avait qu'à suivre leur exemple pour connaître une croissance sans précédent et un plein emploi 22. Tout particulièrement la Russie et les pays ex-communistes de l'Est, les pays asiatiques et la

Chine en premier lieu constituaient *des pôles de croissance majeurs* qui offraient à l'Occident des possibilités sans précédent de développement et de richesse.

Telle était fondamentalement la doctrine de portée universelle qui s'était peu à peu imposée au monde et qui avait été considérée jusqu'ici comme ouvrant *un nouvel âge d'or à l'aube du XXI^{ème} siècle*. Cette doctrine a constitué le *credo* indiscuté de toutes les grandes organisations internationales ces deux dernières décennies, qu'il s'agisse de la Banque Mondiale, du Fonds Monétaire International, de l'Organisation Mondiale du Commerce, de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique, ou de l'Organisation de Bruxelles.

- Toutes ces certitudes ont fini par être balayées par la crise profonde qui s'est développée à partir de 1997 dans l'Asie du Sud-Est, puis dans l'Amérique latine, pour culminer en Russie en août 1998, et atteindre les établissements bancaires et les bourses américaines et européennes en septembre 1998.

Cette crise a entraîné partout, tout particulièrement en Asie et en Russie, un chômage *massif* et des difficultés sociales *majeures*. Partout les *credo* de la doctrine du libre-échange mondialiste *ont été remis en cause* ²³.

Deux facteurs *majeurs* ont joué un rôle décisif dans cette crise mondiale d'une ampleur sans précédent après la crise de 1929 ; - *l'instabilité potentielle du système financier et monétaire mondial* ; - *la mondialisation de l'économie à la fois sur le plan monétaire et sur le plan réel*.

En fait, ce qui devait arriver est arrivé. L'économie mondiale qui était dépourvue de tout système réel de régulation et qui s'était développée dans un cadre anarchique ne pouvait qu'aboutir tôt ou tard à des difficultés majeures.

La doctrine régnante avait totalement méconnu une donnée essentielle : une libéralisation totale des échanges et des mouvements de capitaux n'est possible, elle n'est souhaitable que dans le cadre d'ensembles régionaux groupant des pays économiquement et politiquement associés, et de développement économique et social comparable ²⁴.

- *En fait, le nouvel ordre mondial, ou le prétendu ordre mondial, s'est effondré et il ne pouvait que s'effondrer. L'évidence des faits a fini par l'emporter sur les incantations doctrinales.*

NOTES

- (1) Que déduire de là, sinon qu'il faut se méfier des experts quels qu'ils soient, et des économistes en particulier. Comme les médecins, ils sont indispensables, mais il faut bien se garder de les suivre les yeux fermés.
- (2) Je rappelle que mon analyse ne porte ici que sur la période juin 1997-octobre 1998. La rédaction de ce Chapitre s'est achevée en effet le 1^{er} novembre 1998 (voir l'*Introduction* ci-dessus).
- (3) *L'échec de l'économie soviétique n'était que trop prévisible.* Le passage brutal, suivant les conseils d'experts américains, à une économie de marchés de propriété privée après soixante-douze ans de collectivisme ne pouvait qu'échouer.

Dans mon mémoire du 3 avril 1991, *La Construction Européenne et les Pays de l'Est dans le contexte d'aujourd'hui* présenté au *Troisième Symposium de la Construction*, j'écrivais :

"On ne saurait sans danger se dissimuler tous les risques qu'implique le passage, même graduel, à une économie de marchés de propriété privée : l'apparition pratiquement inévitable de nouveaux riches, la génération d'inégalités criantes et peu

justifiées que le marché ne pourra réellement réduire que lorsque la concurrence deviendra suffisante, des formes plus ou moins brutales de gestion des entreprises privées, le chômage, l'inflation, la dissolution des mœurs, etc ... Ce sont là des risques majeurs à l'encontre desquels les Pays de l'Est doivent se prémunir.

"La réaction thermidorienne après la Terreur, au cours de la Révolution française, illustre bien les risques de tout passage d'un système totalitaire à un système libéral. Encore la Terreur n'avait-elle duré que moins de deux ans, alors que, sous une forme ou sous une autre, elle s'est maintenue dans les pays de l'Est depuis quarante ans, et qu'en Russie soviétique le système totalitaire n'a cessé de sévir depuis soixante-douze ans ...

"Le passage de la propriété collectiviste à la propriété privée doit être progressif et il doit être planifié. Les questions soulevées par le passage de la propriété collectiviste à la propriété privée sont si complexes, elles soulèvent des difficultés si considérables, que ce passage ne saurait être effectué rapidement, et qu'il doit être graduel et s'étaler sur plusieurs années.

"Ce passage doit faire l'objet d'un Plan de décollectivisation. Il peut sembler paradoxal, au moins à première vue, que le libéral que je suis puisse préconiser une planification pour sortir de la planification collectiviste centralisée. Cependant c'est là une nécessité éclatante.

"Il s'agit en fait d'un Plan pour déplanifier et privatiser progressivement l'économie collectiviste.

"Pour réussir, les Pays de l'Est se doivent de ne pas copier aveuglément l'Occident et ils se doivent de tenir compte des erreurs que l'Occident a commises et continue à commettre. Ils doivent surtout se hâter lentement. Il convient en effet que leur reconstruction politique et économique soit soigneusement préparée, qu'elle soit réalisée par étapes, qu'elle soit planifiée ...

"Il est enfin une aide tout à fait essentielle que nous devons apporter aux Pays de l'Est qui le désirent ... C'est l'analyse et la définition de Plans de déplanification et de privatisation progressives s'étalant sur plusieurs années des économies collectivistes".

C'est là ce qu'il aurait fallu faire au lieu de la chienlit laissez-fairiste qui a été appliquée. Aujourd'hui encore je suis convaincu que *seule une planification pourrait sortir la Russie de la crise profonde où elle se trouve.*

- (4) En fait, la baisse de 30 % à Paris a exactement compensé la hausse précédente de 40 %.

La différence entre les deux taux résulte simplement du mode de calcul. Si on considère en effet les trois chiffres 100, 140, et 100, la hausse est de 40 % et la baisse correspond au rapport $100 / 140 = 0,71$, soit une baisse d'environ 30 %.

Cette anomalie apparente disparaît dès lors que l'on considère les logarithmes. On a en effet (en logarithmes népériens) $\log 1,4 = 0,336$ et $\log (1 / 1,4) = -0,336$.

- (5) Ce texte a été écrit le 19 octobre 1998. *Il reste aujourd'hui tout aussi valable.*

- (6) On ne peut que s'étonner de la convocation de toute urgence, le 23 septembre 1998, par Alan Greenspan, Président de la Federal Reserve Américaine des seize plus importants établissements financiers mondiaux dans les bureaux de la Réserve fédérale de New-York pour sauver de la faillite un *hedge-fund*, le *Long Term*

Capital Management, en lui faisant apporter par ces seize établissements une contribution de 3,6 milliards de dollars.

Paul Volcker, l'ancien président de la Federal Reserve American n'a pu que s'interroger : "*Pourquoi le poids du Gouvernement fédéral, a-t-il déclaré, doit-il être mobilisé pour aider un investisseur privé ?*". A vrai dire, cette intervention a été pour le moins discutable.

Lors de son audition du 1^{er} octobre 1998 devant le *Committee on Banking and Financial Services* de la Chambre des Représentants, Alan Greenspan a souligné que son intervention n'avait impliqué aucune aide financière de la part de la *Federal Reserve* et qu'elle s'était bornée à faciliter un accord entre les établissements financiers impliqués.

Mais il a néanmoins soutenu que le maintien de l'activité des *hedge-funds* était de l'intérêt des Etats-Unis, cette activité leur procurant des revenus importants.

En fait, une telle position est *économiquement injustifiée et moralement indéfendable*.

Voir la note 12 du *Chapitre III* ci-dessous.

(7) Voir Allais, 1994, *Combats pour l'Europe*, et 1999, *L'Union Européenne, la Mondialisation et le Chômage*.

(8) Voir la note 3 ci-dessus.

(9) Essentiellement en raison de la politique mondialiste libre-échangiste poursuivie par l'Organisation de Bruxelles (voir la note 7 ci-dessus)

(10) Ce n'est qu'à partir de la publication en 1911 de l'ouvrage fondamental d'Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money*, qu'il a été pleinement reconnu que le mécanisme du crédit aboutit à une création de monnaie.

Sur le mécanisme du crédit voir : Allais, - 1973, *Le concept de monnaie et de pouvoir d'achat par le mécanisme du crédit et ses implications* ; - 1984, *The Credit Mechanism and its Implications* ; - 1993, *Les conditions monétaires d'une économie de marchés. Des enseignements du passé aux réformes de demain*.

Pour une vue d'ensemble voir la *Deuxième Edition* de 1998 d'*Economie et Intérêt* (1947), et tout particulièrement l'*Introduction* à cette *Deuxième Edition*, p. 154-163.

(11) Comme les variations de la dépense globale dépendent à la fois de l'excès de la masse monétaire sur le volume global des encaisses désirées et des variations de la masse monétaire le mécanisme du crédit a globalement un effet déstabilisateur puisqu'en temps d'expansion de la dépense globale la masse monétaire s'accroît alors que les encaisses désirées diminuent et qu'en temps de récession

la masse monétaire décroît alors que les encaisses désirées s'accroissent.

Voir l'Appendice III ci-dessous, *L'équation fondamentale de la dynamique monétaire*.

- (12) Les fluctuations conjoncturelles sont certainement influencées par les effets cycliques de facteurs exogènes comme par exemple les fluctuations saisonnières annuelles, les fluctuations climatiques de plus longue période, etc ..., tous facteurs que j'ai désignés par l'expression générale de "Facteur X".

Cependant l'analyse économétrique montre que si l'expansion de la masse monétaire et de la dépense globale est régularisée, les influences cycliques correspondant au Facteur X ne pourraient induire que des fluctuations conjoncturelles d'amplitude très limitée.

Voir l'Appendice III ci-dessous, *L'Equation fondamentale de la Dynamique monétaire*.

- (13) Voir Allais, 1973, *Le concept de monnaie, la création de monnaie et de pouvoir d'achat par le mécanisme du crédit et ses implications*.

- (14) Aux Etats-Unis, de 1973 à 1980, les taux d'intérêt à court terme (taux à trois mois) et à long terme (taux à 10 ans) se sont maintenus presque constamment à des valeurs négatives.
- (15) Ces emprunts ont été généralement financés par des crédits bancaires à court terme.
- (16) Sur tous ces points voir Allais, 1987, *Les conditions monétaires d'une économie de marchés. De la réflexion sur le passé à la préparation de l'avenir*, p. 53-55.
- (17) Les fortes variations des cours de change générées par la spéculation n'ont cessé de rendre impossible un fonctionnement normal des échanges commerciaux en éloignant les balances commerciales de leurs situations d'équilibre.
Voir Allais, 1994, *Combats pour l'Europe*, Chapitres VI,2 et VIII,1, et *Epilogue*, p. 167-176, 265-276, et 411-414.
- (18) La croissance des marchés sur les produits dérivés s'est développée à un rythme effectivement exponentiel.

De 1992 à 1997 les engagements sur les marchés organisés sont passés de 4.600 à 12.200 milliards de dollars et sur les marchés de gré à gré de 5.300 à 28.700 milliards de dollars, correspondant respectivement à des taux de croissance annuels de 165 % et de 441 %.

Voir le *Rapport de la Banque des Règlements Internationaux*, 1998, p. 165-170.

- (19) Les *hedge-funds* (littéralement "fonds d'arbitrage") sont des fonds hautement spéculatifs, le plus souvent américains, donnant généralement des rendements très élevés, *plus de 25 % par an*. Ces rendements très élevés sont obtenus grâce à des emprunts à court terme permettant de jouer sur des sommes très importantes, mais ils impliquent par là même *des risques considérables*.

A la suite de ses opérations sur les changes et les produits dérivés le *Quantum Fund* du célèbre spéculateur George Soros a distribué à ses actionnaires *des bénéfices moyens annuels de 35 % sur 26 ans, de 1969 à 1995, après déduction de la participation de la direction aux profits* (George Soros, *Le défi de l'argent*, Plon, 1995, p. 76). Un tel taux de rendement annuel correspond en intérêts composés à une multiplication par neuf mille du capital initial.

Comme les produits dérivés les *hedge-funds* se sont développés à un rythme exponentiel, d'environ 1.300 en 1988 à environ 5.500 en 1997, soit une croissance d'environ 400 % en 9 ans, soit de l'ordre de 15 % par an.

Pour la même période les montants monétaires dont ont disposé les *hedge-funds* sont passés d'environ 40.000 à environ 300.000 milliards de dollars, soit un accroissement d'environ 650 %, soit 22 % par an.

- (20) Voir notamment Allais, 1977, *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, p. 176-192, 200-209, et 341-342.

- (21) Dans son *Livre Blanc* de 1993 (p. 41), et par exemple, la Commission de Bruxelles affirmait notamment :

"L'existence de nouvelles économies dynamiques en Asie et, bientôt, en Europe orientale, constitue une chance énorme, et non une menace, pour notre niveau de vie. Ces pays achèteront sur les marchés mondiaux autant que leurs exportations le leur permettront".

Cependant, dans le dernier *Rapport* de 1998 de la *Banque des Règlements Internationaux* on peut lire (p. 3) :

"Le choc (de la crise asiatique) a été d'autant plus rude qu'on s'accordait peu à peu à voir dans l'Asie le modèle du futur".

(22) *Les taux de croissance élevés des tigres asiatiques étaient mal interprétés.*

En fait, pour l'essentiel, ils résultaient du fait que ces économies étaient en retard par rapport aux économies développées et qu'une économie se développe d'autant plus vite qu'elle est plus en retard.

Sur la démonstration de cette proposition tout à fait essentielle voir mon ouvrage de 1974 *"L'inflation française et la croissance. Mythologies et Réalité"*, Chapitre II, p. 40-45.

(23) Le discours du 3 septembre 1998 du Premier Ministre de Malaisie, le Dr Mahathir bin Mohamad, à Durban, en Afrique du Sud, lors de la douzième Conférence des chefs d'Etat ou de gouvernement des pays non alignés est particulièrement significatif :

"The highly successful dragons and tigers of East Asia have now found how flimsy are their great economies. They had thought that their mastery of industrial technologies and management skills would enable them

to grow into developed nations, able to compete in the market place with the most developed Nations of the Western bloc. But in a few months their decades of achievements have been destroyed and they are reduced to begging for help

"That the free flow of capital and the right of speculators to determine the exchange rates of currencies have clearly destroyed many vibrant economies, resulting in chaos and extreme poverty, have not resulted in any second thoughts on the rightfulness of the free market system, of unregulated capitalism and the free-flow of capital across borders. Instead the economic recession and accompanying problems are blamed on the Governments. The market forces are merely disciplining Governments so that they will adopt superior Western ways of governance and management of the economy

"Yet in the United Nations there is not the slightest semblance of democracy. Any one of five countries can veto the will of the majority.

"In fact they can do anything they like in the name of the Organization simply because they won a war fifty years ago. And so one country can reject the will of six billions inhabitants of this planet while demanding that other countries accept liberal democracy. They see no contradiction in their stand.

(24) Voir mon ouvrage, *Combats pour l'Europe*, 1994, et mon prochain ouvrage *"L'Union Européenne, la Mondialisation et le Chômage"*, 1999.

III

POUR DE PROFONDES REFORMES DES INSTITUTIONS FINANCIERES ET MONETAIRES

Devenant familier, un dogme devient automatiquement juste

Pour la plupart des gens, rien de ce qui est contraire à tout système d'idées dont ils ont été nourris depuis leur enfance ne saurait être raisonnable. Les idées nouvelles sont raisonnables si on peut les faire entrer dans un cadre déjà familier, déraisonnables si l'on ne peut les y adapter. Nos préjugés intellectuels déterminent les courants suivant lesquels coulera notre raison.

Aldous Huxley
Le plus sot animal, 1945.

L'esprit de prévention porte à repousser tout ce qui n'est pas immédiatement dans les hypothèses avec lesquelles on s'est familiarisé.

André-Marie Ampère
Mémoire
sur la Théorie Mathématique
des Phénomènes Electrodynamiques,
 1887

Des facteurs majeurs

Si nous considérons non seulement l'histoire de ces dernières décennies, mais également celle des deux derniers siècles, et sans aucun doute celle de ceux qui les ont précédés, *les facteurs monétaires et financiers apparaissent certainement comme ayant une importance tout à fait exceptionnelle dans le fonctionnement de toute économie, et à vrai dire de toute société.*

Si en effet des conditions monétaires et financières appropriées ne sont pas assurées, l'expérience montre qu'il ne saurait y avoir ni efficacité de l'économie, ni stabilité des emplois, ni équité de la distribution des revenus. L'instabilité économique, la sous-production, l'iniquité, le sous-emploi, la détresse et la misère qui en résultent sont des fléaux majeurs.

Cependant les profonds désordres qui se sont constatés ne peuvent en aucune façon être considérés comme le résultat inévitable du fonctionnement

d'une économie de marchés ; ils ont été, et ils sont généralement, *les conséquences des politiques financières et monétaires mises en œuvre dans des cadres institutionnels inappropriés.*

Plus que jamais des réformes, très profondes et radicales, sont nécessaires : - la réforme du système du crédit ; - la réforme de l'indexation ; - la réforme des marchés boursiers ; - la réforme du système monétaire international.

La réforme du crédit

- En fait, le système actuel du crédit, dont l'origine historique a été tout à fait contingente, apparaît comme *tout à fait irrationnel*, et cela pour huit raisons au moins : - *la création (ou la destruction) irresponsable de monnaie et de pouvoir d'achat par les décisions des banques et des particuliers ; - le financement d'investissements à long terme par des fonds empruntés à court terme ; - la confusion de l'épargne et de la monnaie ; - la très grande sensibilité du mécanisme du crédit à la situation conjoncturelle ; - l'instabilité foncière qu'il engendre ; - l'altération des conditions d'une efficacité maximale de l'économie ; -*

l'altération de la distribution des revenus ; - et enfin l'impossibilité de tout contrôle efficace du système du crédit par l'opinion publique et le Parlement en raison de son extraordinaire complexité.

Au regard d'une expérience d'au moins deux siècles quant aux désordres de toutes sortes et à la succession sans cesse constatée de périodes d'expansion et de récession, on doit considérer que *les deux facteurs majeurs* qui les ont considérablement amplifiées, sinon suscitées, sont *la création de monnaie et de pouvoir d'achat ex nihilo par le mécanisme du crédit, et le financement d'investissements à long terme par des fonds empruntés à court terme.*

Il pourrait cependant être facilement pallié à ces deux facteurs par une réforme d'ensemble qui permettrait, sinon de mettre totalement fin aux fluctuations conjoncturelles, tout au moins d'en diminuer considérablement l'ampleur ¹.

- Cette réforme doit s'appuyer sur deux principes *tout à fait fondamentaux* : - la création monétaire doit relever de l'Etat et de l'Etat seul. Toute création monétaire autre que celle de la monnaie de base par

la Banque Centrale *doit être rendue impossible*, de manière que disparaissent les "*faux droits*" résultant actuellement de la création de monnaie bancaire ; - tout financement d'investissement à un terme donné *doit être assuré* par des emprunts à des termes plus longs, ou tout au moins de même terme.

La réforme du mécanisme du crédit doit ainsi rendre impossibles à la fois la création de monnaie *ex nihilo* et l'emprunt à court terme pour financer des prêts à plus long terme, en ne permettant que des prêts à des échéances plus rapprochées que celles correspondant aux fonds empruntés.

Cette double condition implique une modification profonde des structures bancaires et financières reposant sur la *dissociation totale des activités bancaires* telles qu'elles se constatent aujourd'hui et leur attribution à trois catégories d'établissements distincts et indépendants : - *des banques de dépôt* assurant seulement, à l'exclusion de toute opération de prêt, les encaissements, les paiements, et la garde des dépôts de leurs clients, les frais correspondants étant facturés à ces derniers, et les comptes des clients ne pouvant comporter aucun découvert ; - *des banques de prêt* empruntant à des termes donnés et

prêtant les fonds empruntés à des termes plus courts, le montant global des prêts ne pouvant excéder le montant global des fonds empruntés ; - *des banques d'affaires* empruntant directement au public ou aux banques de prêt, et investissant dans les entreprises les fonds empruntés.

- *Dans son principe une telle réforme rendrait impossibles la création de monnaie et de pouvoir d'achat ex nihilo par le système bancaire et l'emprunt à court terme pour financer des prêts de terme plus long. Elle ne permettrait que des prêts à des termes de maturité plus courts que ceux correspondant aux fonds empruntés.*

Les *banques de prêt* et les *banques d'affaires* serviraient d'intermédiaires entre les épargnants et les emprunteurs. Elles seraient soumises à une obligation impérative : *emprunter à long terme pour prêter ou investir à plus court terme, à l'inverse de ce qui se passe aujourd'hui* 2.

- Une telle organisation du système bancaire et financier permettrait la réalisation simultanée de conditions *tout à fait fondamentales* : - l'impossibilité de toute création monétaire en dehors de celle de la monnaie de base ³ par les autorités monétaires ; - la suppression de tout déséquilibre potentiel résultant du financement d'investissements à long terme à partir d'emprunts à court ou moyen terme ; - l'expansion de la masse monétaire globale, constituée uniquement par la monnaie de base, au taux souhaité par les autorités monétaires ⁴ ; - une réduction majeure, sinon totale, de l'amplitude des fluctuations conjoncturelles ⁵ ; - l'attribution à l'Etat, c'est-à-dire à la collectivité, des gains provenant de la création monétaire, et l'allègement en conséquence des impôts actuels ⁶ ; - un contrôle aisé par l'opinion publique et par le Parlement de la création monétaire et de ses implications.

Tous ces avantages seraient *essentiels*. Les profonds changements que leur obtention implique se heurteraient naturellement à de puissants intérêts et à des préjugés fortement enracinés. Mais, au regard des crises majeures que le système actuel du crédit n'a cessé de susciter depuis au moins deux siècles, qu'il continue à susciter aujourd'hui, et que les au-

torités monétaires se révèlent toujours incapables de maîtriser, cette réforme apparaît *comme une condition nécessaire de la survie d'une économie décentralisée et de son efficacité*.

***La réforme de l'indexation.
La stabilisation de la valeur réelle
de l'unité de compte***

- Le fonctionnement d'une économie de marchés repose sur un très grand nombre d'engagements sur l'avenir. L'efficacité de l'économie, comme l'équité, implique que ces engagements soient respectés, que les calculs économiques ne soient pas faussés, et que ni les créanciers ni les débiteurs ne soient spoliés. *Il convient donc que l'application de tous les contrats ne soit pas pervertie par les variations du pouvoir d'achat de l'unité de compte.*

En fait, face à ces variations, *seule une indexation obligatoire en valeur réelle de tous les engagements sur l'avenir*, et en particulier de tous les prêts et emprunts et de tous les contrats de salaire à durée limitée ⁷, pourrait assurer un fonctionnement *à la fois efficace et équitable* de l'économie.

Une telle indexation impliquerait *l'obligation légale* d'assortir à l'avenir tous les emprunts à moyen et long terme de l'Etat, des entreprises et des particuliers, d'une garantie en pouvoir d'achat, en principal et en intérêts, cette garantie étant assurée par *l'indexation en valeur réelle des remboursements et des intérêts* par référence à l'indice général des prix 8.

Une telle indexation reviendrait à introduire *implicitement* dans l'économie pour toutes les opérations sur l'avenir *une unité de compte de valeur stable*, unité dont l'utilisation est indispensable pour son fonctionnement correct, tant pour assurer son efficacité que pour ne pas compromettre l'équité de la répartition des revenus 9.

- Il importe de bien comprendre la nature d'un tel système d'indexation. Il ne s'agit pas d'enserrer l'économie dans un système de contraintes incompatibles et impossibles à supporter. *Il s'agit simplement de la rendre plus efficace, de la libérer, pour une large part, de toutes les contraintes attachées à l'incertitude de l'avenir, et d'établir pleinement le principe de l'honnêteté dans l'exécution des contrats. Le fonctionnement d'un tel système tendrait à rendre*

impossible toute distorsion des prix et des revenus. Il permettrait de préserver à la fois l'efficacité de l'économie et l'équité de la répartition des revenus 10.

Par elle-même l'indexation serait *fondamentalement réductrice d'incertitude quant à l'avenir*, et elle serait ainsi génératrice d'efficacité 11. En tout cas refuser l'indexation des engagements sur l'avenir, équivaldrait à institutionnaliser la perversion de tous les calculs économiques et la spoliation des débiteurs ou celle des créanciers.

La réforme des marchés boursiers

Que les bourses soient devenues de véritables casinos, où se jouent de gigantesques parties de poker, ne présenterait guère d'importance après tout, les uns gagnant ce que les autres perdent, si les fluctuations générales des cours n'engendraient pas, par leurs implications, *de profondes vagues d'optimisme et de pessimisme qui influent considérablement sur l'économie réelle*. Là apparaît le caractère *déraisonnable et nocif* du cadre institutionnel actuel des marchés boursiers. *Le système actuel est fondamentalement anti-économique et défavorable à un fonctionnement correct des économies*. Il ne peut être avantageux que pour de très petites minorités.

Pour être fondamentalement utiles, *ce qu'ils peuvent être*, les marchés boursiers doivent être *radicalement réformés* : - le financement des opérations boursières par la création de moyens de paiement *ex nihilo* par le système bancaire *doit être rendu impossible* ; - les marges de garantie correspondant aux achats et ventes à terme *doivent être considérablement augmentées et elles doivent consister en liquidités* ; - la cotation continue des cours *doit être supprimée* et remplacée sur chaque place financière *par une seule cotation par jour pour chaque valeur* ; - les programmes automatiques d'achat et de vente *doivent être supprimés* ; - la spéculation sur les indices et les produits dérivés *doit être interdite* 12.

Une seule cotation par jour sur chaque place pour chaque valeur serait de loin préférable ; elle réduirait considérablement les coûts, et elle serait favorable à tous les investisseurs petits et grands. *Plus un marché est étendu et plus les cours qui s'y établissent sont significatifs et équitables* 13.

La réforme du système monétaire international

- La structure monétaire internationale d'aujourd'hui est marquée *par des perversions majeures* : - l'instabilité des taux de change flottants 14 ; - les déséquilibres des balances de paiements courants ; - des dévaluations compétitives ; - le développement d'une spéculation effrénée sur les marchés des changes ; - l'utilisation mondiale, comme unité de valeur, du dollar dont la valeur réelle sur le plan international est extraordinairement instable et imprévisible 15 ; - la contradiction fondamentale entre une libération totale des mouvements de capitaux à court terme et l'autonomie des politiques monétaires nationales.

- Une réforme du système monétaire international, *un nouveau Bretton-Woods*, est absolument nécessaire. Elle impliquerait notamment : - l'abandon *total* du système des changes flottants et son remplacement par un système de taux de change fixes, mais éventuellement révisables ; - des taux de change assurant un équilibre effectif des balances des paiements 16 ; - l'interdiction de toute dévaluation compétitive ; -

l'abandon *total* du dollar comme monnaie de compte, comme monnaie d'échange, et comme monnaie de réserve sur le plan international ; - la fusion en un même organisme de l'*Organisation Mondiale du Commerce* et du *Fonds Monétaire International* ; - la création d'organisations régionales ; - l'interdiction pour les grandes banques de spéculer pour leur propre compte sur les changes, les actions, les obligations, et les produits dérivés ; - et finalement l'établissement progressif d'une unité de compte commune sur le plan international par un système approprié d'indexation.

***Les vérités établies
contre la raison***

• *On ne peut décider valablement pour le futur que si l'on consent à dégager du passé les enseignements qu'il comporte.* Les désordres monétaires et financiers que l'on a sans cesse constatés dans le passé ont été considérablement aggravés, sinon provoqués, par l'absence d'institutions monétaires et financières appropriées permettant un fonctionnement à la fois efficace et équitable d'une économie de marchés.

En fait, des institutions qui génèrent en elles-mêmes les germes de leur propre destruction doivent être réformées.

• Il est bien certain que les intérêts très puissants des groupes de pression monétaires et financiers et les doctrines régnantes ne sont guère favorables à ces réformes, *tant est forte la tyrannie du statu quo.*

Ces cinquante dernières années ont été dominées par toute une succession de doctrines dogmatiques, toujours soutenues avec la même assurance, mais tout à fait contradictoires les unes avec les autres, tout aussi irréalistes, et abandonnées les unes après les autres sous la pression des faits. A l'étude de l'histoire, à l'analyse approfondie des erreurs passées, on n'a eu que trop tendance à substituer de simples affirmations, trop souvent appuyées sur de purs sophismes, sur des modèles mathématiques irréalistes, et sur des analyses superficielles des circonstances du moment.

En dernière analyse tous les moyens mis en œuvre, toutes les mesures prises n'ont toujours eu qu'un même objet : remettre à plus tard les ajuste-

ments nécessaires grâce à l'octroi de nouveaux prêts et à la création *ex nihilo* de nouveaux moyens de paiement, se traduisant par de nouvelles augmentations du volume global des promesses de payer. Il ne s'agit là en réalité que d'expédients, éminemment déstabilisateurs par eux-mêmes, et qui ne font qu'augmenter l'instabilité potentielle générale du système, en la rendant toujours plus dangereuse.

En fait, la presque totalité des difficultés actuelles résulte d'une part d'une méconnaissance totale des conditions monétaires et financières d'un fonctionnement efficace et équitable d'une économie de marchés, et d'autre part d'une structure inappropriée des institutions bancaires et des marchés financiers.

- Les quatre réformes que je propose du système monétaire et financier, de l'indexation, des marchés boursiers, et du système monétaire international sont *indépendantes les unes des autres, et elles peuvent être appliquées séparément dans certains pays ou groupes de pays.* Chacune d'elles serait très bénéfique pour l'ensemble de l'économie. Mais, si elles

étaient appliquées conjointement, leurs effets bénéfiques s'en trouveraient *considérablement renforcés les uns par les autres.*

Ces réformes ne sont pas de quelconques réformes s'ajoutant à des milliers d'autres, chacune s'efforçant simplement de réparer les dégâts résultant des précédentes en en suscitant de nouveaux. Il s'agit de réformes *fondamentales* qui intéressent la vie de tous les jours de millions de citoyens. Ces réformes *indispensables* n'ont été réalisées, ni même envisagées, ni par les libéraux justement préoccupés de favoriser l'efficacité de l'économie, ni par les socialistes justement attachés à l'équité de la distribution des revenus.

La raison en est toute simple. Les uns et les autres n'ont cessé d'être aveuglés par la répétition incessante de toutes parts de pseudo-vérités et par des préjugés erronés. En fait, plus les idées dominantes sont répandues, plus elles se trouvent en quelque sorte enracinées dans la psychologie des hommes. *Si erronées qu'elles puissent être, elles finissent par acquérir par leur simple et incessante répétition le caractère de vérités établies* qu'on ne saurait mettre en doute sans s'opposer à l'ostracisme actif de groupes

de pression de toutes sortes. Le seul résultat de cette situation n'a été que de grands malheurs pour des millions et des millions de gens, les plus modestes étant les plus durement frappés 17.

NOTES

- (1) Voir l'Appendice III ci-dessous, *L'équation fondamentale de la dynamique monétaire.*
- (2) Avec ce système il n'y aurait plus aucune création de monnaie, sauf par la Banque Centrale, et les revenus provenant de la création monétaire par la Banque Centrale seraient rétrocédés à l'Etat, ce qui lui permettrait dans les conditions actuelles de supprimer la presque totalité de l'impôt progressif sur le revenu (voir mon ouvrage, *Pour la réforme de la fiscalité, 1990*, Editions Clément Juglar, p. 42-43).

Une telle réforme aurait l'avantage de la clarté et de la transparence. Aujourd'hui les revenus provenant de la création monétaire sont distribués de façon anonyme entre une foule de parties prenantes, sans que personne ne puisse réellement identifier qui en profite. *Ces revenus ne font que susciter iniquité et instabilité et, en favorisant des investissements non réellement rentables pour la collectivité, ils ne font que susciter un gaspillage de capital.*

Dans son essence la création de monnaie ex nihilo actuelle par le système bancaire est identique, je n'hésite pas à le dire pour bien faire comprendre ce qui est réellement en cause, à la création de monnaie par des faux monnayeurs, si justement condamnée par la loi. Concrètement elle aboutit aux mêmes résultats. La seule différence est que ceux qui en profitent sont différents.

- (3) Je rappelle qu'actuellement la monnaie de base en France inclut les comptes créditeurs auprès de la Banque de France, les comptes créditeurs auprès du Trésor, et les dépôts dans les Comptes Chèques Postaux.
- (4) Le taux d'accroissement de la monnaie de base serait égal au taux d'accroissement du produit national brut réel augmenté du taux souhaité de hausse des prix, en principe de 2 %.
- (5) Comme le montre une analyse économétrique approfondie. Voir l'Appendice III ci-dessous, *L'équation fondamentale de la dynamique monétaire*.
- (6) En 1988 l'ordre de grandeur de ces gains correspondait en France au produit de l'impôt progressif sur le revenu.

Voir Allais, 1990, *Pour la réforme de la fiscalité*, p. 43-45.

- (7) En fait, la répartition des gains réalisés par une entreprise entre ses salariés et ses actionnaires serait certainement facilitée si le salaire comprenait trois éléments : - un élément *principal* indexé sur le niveau général des prix suivant un contrat de salaire limité dans le temps ; - un élément *spécifique* intéressant les salariés à la bonne gestion en ce qui les concerne et différencié suivant leurs activités dans l'entreprise ; - et enfin un élément complémentaire indexé sur le revenu réel de l'entreprise et susceptible de varier, *en plus ou en moins*, suivant les résultats de l'entreprise.
- (8) Le récent emprunt français indexé OATi 2009 ne satisfait que *partiellement* à cette condition puisqu'il est prévu, au moins jusqu'à maintenant, qu'à l'expiration de l'emprunt dans dix ans, le souscripteur sera imposé sur la plus-value *nominale* du montant de l'emprunt, ce qui fausse complètement le principe de l'indexation.
- On retrouve ici la manifestation d'une longue tradition *pour le moins très criticable* de l'Administration des Finances.
- En fait, on ne peut que demander que cette disposition soit annulée au plus tôt. *L'Etat doit donner l'exemple de l'honnêteté.*

(9) L'indexation obligatoire en valeur réelle de tous les engagements sur l'avenir au-delà d'une certaine durée, qui pourrait être raisonnablement prise égale à une année, apparaît à la fois comme une exigence de l'efficacité et de l'équité. *Les encaisses ne seraient pas indexées.* L'indexation pourrait se fonder avantageusement sur la considération du *déflateur du produit national brut nominal* qui tient compte de toutes les transactions.

Les encaisses, par nature non indexées, se dévaloriseraient au taux souhaité de hausse des prix, soit 2 % en principe (note 4 ci-dessus). *Leur thésaurisation ne pourrait donc être avantageuse.*

Le système que je propose répondrait donc entièrement à la motivation tout à fait justifiée d'Irving Fisher dans son ouvrage de 1933, *Stamp Scrip*, mais il serait *bien plus simple.*

(10) Voir mon ouvrage "*Pour l'Indexation*", 1990, Editions Clément Juglar.

Si leur valeur réelle était garantie, les valeurs à revenu fixe constitueraient probablement le placement, sinon le plus avantageux, du moins *le mieux adapté aux préoccupations de l'épargnant moyen en raison de la simplicité de la gestion, et de la sécurité du capital et du revenu dans le cas des fonds d'Etat et des obligations des grandes sociétés.*

En fait, *un puissant besoin* existe actuellement d'une protection efficace contre les variations de la valeur réelle de la monnaie par un système approprié d'indexation, et il existe potentiellement *un immense marché* pour des obligations indexées en principal et en intérêts.

(11) Toutes les obligations en monnaie étant indexées, les taux d'intérêt réels s'établiraient à des niveaux qui assureraient à l'économie *toute l'épargne réelle qui lui serait nécessaire*, et l'expérience historique de toutes les périodes de stabilité monétaire suggère que ces taux seraient relativement bas, de l'ordre de 3 à 4%.

(12) Il est essentiel de se reporter ici à la déposition du président de la *Federal Reserve*, Alan Greenspan, le 1^{er} octobre 1998, devant le *Committee on Banking and Financial Services* de la Chambre des Représentants sur le sauvetage du *Long Term Capital Management (LTCM)*.

Cet *Hedge-Fund* avait pris des positions sur les produits dérivés pour un montant global 500 fois plus élevé que son capital propre en se fondant sur un modèle élaboré par deux économistes mathématiciens, membres du Fonds, et l'éventualité de sa faillite imminente posait des problèmes majeurs.

Le Comité de la Chambre des Représentants avait notamment pour objet d'examiner s'il y avait lieu de prendre des mesures de régulation en ce qui concerne les produits dérivés et les *hedge-funds*.

Les produits dérivés sont des produits financiers complexes. Ils ne portent pas sur des produits physiques, des actions, des obligations, des devises, des bons du Trésor, mais sur des représentations complexes de ces produits physiques.

Pendant des années le Président Greenspan n'avait cessé de s'opposer à toute régulation *des produits dérivés et des hedge-funds*. Sa déposition du 1^{er} octobre 1998 n'en est que plus intéressante. *Elle conclut en effet qu'il convient de ne prendre aucune décision de contrôle des produits dérivés et des hedge funds*. En voici quelques extraits :

"Since its founding in 1994, LTCM has had a prominent position in the community of hedge funds, in part because of its assemblage of talent in pricing and trading financial instruments, as well as its large initial capital stake. In its first few years of business, it earned an enviable reputation by racking up a string of above-normal returns for its investors

"It is the nature of the competitive process driving financial innovation that such techniques would be emulated, making it ever more difficult to find market anomalies that provided shareholders with a high return. Indeed, the very efficiencies that LTCM and its competitors brought to the overall financial system gradually reduced the opportunities for above-normal profits. Indeed, LTCM acknowledged this when returning \$ 2-3/4 billion of capital to investors at the end of 1997. To counter these diminishing opportunities, LTCM apparently rea-

ched further for return over time by employing more leverage and increasing its exposure to risk, a strategy that was destined to fail. Unfortunately for its shareholders, LTCM chose this exposure just as financial market uncertainty and investor risk aversion began to rise rapidly around the world.

"In that environment - so at variance with the experience built into its models - LTCM's embrace of risk on a large scale produced stunning losses. Therefore, the Federal Reserve stepped in, to avoid fire-sale conditions.

"Does the fact that investors have lost most of their capital, and (that) creditors may take some losses on their exposure to LTCM, call for direct regulation of hedge funds ? ... Any direct U.S. regulations restricting their flexibility will doubtless induce the more aggressive funds to emigrate from under our jurisdiction. The best we can do, in my judgment, is what we do today : Regulate them indirectly through the regulation of the sources of their funds

"Commercial and investment banks especially have the analytic skills to judge the degree of risk to which the funds are exposed If, somehow, hedge funds were barred worldwide, the American financial system would lose the benefits conveyed by their efforts, including arbitraging price differentials away. The resulting loss in efficiency and contributions to financial value added and the nation's standard of living would be a high price to pay - to my mind, too high a price".

A la fin de cette déposition le représentant Barney Frank déclara :

"The extent you underestimated this hedge fund derivatives crisis is impressive And, Mr. Greenspan, you have said that this may happen again. So then, the question is, if it was so important as to justify this intervention now, how do you persuade us to do absolutely nothing except wait again and trust entirely in your discretion to deal with it if it happens again ?".

Cependant le 2 octobre 1998 la Chambre des Représentants, puis le Sénat, ont décidé de surseoir à toute mesure de contrôle.

Que démontre une telle discussion ? C'est que les énormes profits des hedge-funds impliquent d'énormes risques contre lesquels il est impossible de se prémunir.

Elle montre également non seulement l'inutilité de ces spéculations pour un fonctionnement normal de l'économie, mais également l'instabilité fondamentale qu'elles génèrent et les risques considérables qu'elles font courir à l'ensemble de l'économie.

La position générale de Greenspan est totalement indéfendable et on ne peut que s'interroger sur ses motivations réelles.

En réalité, une conclusion apparaît indiscutable : interdire les spéculations sur les produits dérivés et dissoudre tous les hedge-funds. Le plus tôt sera le mieux.

On ne peut prendre le risque de déstabiliser l'économie mondiale tout entière sous le seul prétexte de maintenir les gains éventuels de spéculateurs.

- (13) Sur tous ces points voir mes deux articles des 17 et 18 septembre 1991 dans *La Tribune de l'Expansion* : - *L'instabilité foncière des marchés boursiers* ; - *Les innovations financières au regard de l'expérience*.

Voir également mon article de septembre 1991 "*Nous devons nous réformer*" publié par *Haute Finance, Agafi*, n° 12, automne 1991.

- (14) Voir notamment Allais, 1994, *Combats pour l'Europe*, p. 273-274.

- (15) id., p. 411-414.

- (16) En fait, le maintien par les Etats-Unis depuis 1985 d'un déficit moyen annuel de leur balance des paiements de plus de 100 milliards de dollars (Statistical Abstract of the United States, 1997, p. 789) est *tout à fait inadmissible*. Comment admettre que le pays le plus puissant du monde exerce un tel prélèvement annuel sur le reste du monde.

- (17) Sur tous les développements qui précèdent voir tout particulièrement : Allais, "*Les conditions monétaires d'une économie de marchés*", *Revue d'Economie Politique*, mai-juin 1993. Voir également l'*Introduction* de la seconde édition de mon ouvrage "*Economie et Intérêt*", 1998, Editions Clément Juglar, p. 154-186.

Sur les objections susceptibles d'être présentées, voir les *Appendices IV et V* ci-dessous.

APPENDICES

L'expérience démontre que l'avis des hommes "compétents" est souvent tout à fait en désaccord avec la réalité, et l'histoire de la science est l'histoire des erreurs des hommes "compétents".

On ne peut donc employer cet avis que comme indice de concordance d'une théorie donnée avec la réalité, comme apportant à cette théorie une probabilité plus ou moins grande suivant l'état de la science et la compétence de celui qui exprime l'avis ; jamais comme preuve expérimentale de cette théorie ; preuve qui ne peut être apportée que par l'expérience directe ou indirecte.

Vilfredo Pareto
Traité de Sociologie Générale, 1917

Ce qui caractérise essentiellement la technique scientifique, c'est le fait qu'elle procède de l'expérience, et non de la tradition. La plupart des gens ne réussissent que difficilement à imposer à leur esprit l'habitude du raisonnement fondé sur l'expérience.

Bertrand Russell
L'Esprit Scientifique, 1947

I

LA PROPOSITION D'UNE COUVERTURE INTEGRALE DES DEPOTS D'IRVING FISHER

A la suite de la Grande Dépression, et pour mettre fin à l'instabilité potentielle du système de couverture *fractionnaire* des dépôts, Irving Fisher a proposé de remplacer ce système par un système de couverture *intégrale* des dépôts qu'il a exposé dans son ouvrage de 1935, *100 % Money 1*.

Dans son principe le plan de couverture intégrale des dépôts en monnaie de base n'est pas fondamentalement nouveau. A la suite de la spéculation intense et alimentée par le crédit qui a précédé la crise de 1929, et de la Grande Dépression qui a suivi, un certain nombre d'économistes américains de

l'université de Chicago 2, à l'initiative d'Henry C. Simons, ont préconisé en 1933 un système de couverture intégrale des dépôts à vue, système dit de *100 % Money*. Cette proposition a été reprise en 1935 par Irving Fisher qui lui a consacré un livre entier, *100 % Money*, où ses différents aspects y sont largement discutés 3, 4.

Cependant, quelle que soit sa valeur, le plan de couverture intégrale des dépôts ne *saurait être considéré comme suffisant pour faire disparaître les défauts majeurs du système actuel du crédit.*

La conclusion essentielle de l'argumentation d'Irving Fisher, c'est la nécessité de séparer la création monétaire de l'activité de prêts. Cependant, la couverture intégrale des dépôts à vue ne saurait suffire pour assurer cette séparation, et là se trouve le défaut essentiel des plans de l'Ecole de Chicago et d'Irving Fisher.

Pour réaliser *effectivement* cette séparation il convient en effet de dissocier *complètement* les deux activités de banques de dépôts et de banques de prêts. En fait, la répartition de l'activité bancaire actuelle entre des établissements *tout à fait indépendants* est une condition *indispensable* pour assurer une dissociation effective de la création monétaire et du négoce des promesses de payer, et pour rendre impossible tout financement d'investissements à long terme par des emprunts de termes plus rapprochés.

NOTES

- (1) Le titre très suggestif de cet ouvrage de 1935, réédité en 1945 est :

*"100 % Money :
Designed to Keep Checking Banks 100 %
Liquid ; to Prevent Inflation and Deflation ;
Largely to Cure or Prevent Depressions ; and to
Wipe Out Much of the National Debt".*

La contribution du Plan proposé à la suppression d'une grande partie de la dette repose sur les ressources fournies à l'Etat par l'émission de la totalité de la monnaie en circulation.

(2) Le groupe incluait notamment Henry C. Simons, Aaron Director, Frank H. Knight, Henry Schultz, Paul H. Douglas, and A.G. Hart.

(3) L'idée originale de la couverture intégrale des dépôts doit être attribuée à Walras, 1898, *Etudes d'Economie Appliquée. Théorie de la production de la richesse sociale* (Edition française de 1936, pages 348, 365, 374 et 375).

Dans son ouvrage de 1928, *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Ludwig von Mises a adopté une position analogue.

J'ai moi-même repris cette proposition dans mon ouvrage de 1947 *Economie et Intérêt, Chapitre X*, N° 162, p. 583-586. Les justifications de cette réforme sont données dans le *Chapitre VIII*, Nos 91, 100, 112, 113 et 149, p. 273-299, 359-368, 415-419, 419-422 et 553-555.

Aux Etats-Unis Milton Friedman a présenté une proposition analogue dans son ouvrage de 1959, *A Program for Monetary Stability*.

(4) Sur tous ces points voir Allais, 1968, "Irving Fisher", *International Encyclopedia of the Social Sciences*, Vol. 5, p. 475-485.

II

L'INDEXATION ET LA LITTERATURE *

Les effets pervers des variations de la valeur réelle de la monnaie n'ont cessé de préoccuper les plus grands économistes, et certains, comme Irving Fisher, ont consacré une grande partie de leur activité à des campagnes pour mobiliser l'opinion publique en faveur de réformes destinées à assurer les bienfaits d'une monnaie stable ¹.

Parmi les mesures susceptibles de faire disparaître, sinon totalement, au moins pour une large part, ces effets pervers, l'indexation des dettes et des créances a été préconisée par les plus grands économistes de toutes tendances.

 (*) Pour l'essentiel le texte qui suit reproduit le paragraphe du même titre de mon ouvrage de 1990, *Pour l'Indexation*, p. 34-36.

En 1886, il y a maintenant un siècle, Alfred Marshall a présenté devant la *"Royal Commission on the Depression of Trade and Industry"* des propositions pour réaliser une unité de compte d'un pouvoir d'achat stable de manière à permettre d'indexer tous les contrats. Vingt-cinq ans après, en 1911, il écrivait dans une lettre à Irving Fisher qu'il était plus convaincu que jamais de l'opportunité de ses propositions² :

"Le dernier quart de siècle m'a rendu de plus en plus désireux, écrivait-il, que chaque pays ait une "unité de compte" d'un pouvoir d'achat stable ... et qu'il autorise l'engagement d'assurer les amortissements et les intérêts des emprunts de toutes sortes ... exprimés dans cette unité ou dans toute autre unité appropriée ... Je pense que cela pourrait être fait immédiatement".

En 1924, rappelant les propositions d'Alfred Marshall de 1886, John Maynard Keynes recommandait à la *"Royal Commission on National Debt and Taxation"* l'émission par le gouvernement d'obligations indexées en soulignant les très grands avantages³ :

"Je suggère, écrivait Keynes, qu'il y ait un nouveau type d'obligations qui pourrait se révéler très populaire pour les particuliers et qui permettrait ainsi à l'Etat de se procurer des fonds à des conditions plus avantageuses. En fait je suggère qu'il y ait des obligations dont le capital et les intérêts ne soient pas payés en valeur nominale, mais indexés suivant un indice général des prix ... , ainsi qu'il a été recommandé, il y a bien longtemps, par Alfred Marshall ... Je puis dire d'après ma propre expérience qu'il y a bien des épargnants qui désirent ne prendre aucun risque ... ressentent une anxiété tout à fait naturelle lorsqu'il s'agit d'investir leurs ressources en obligations spécifiées en valeur nominale et dont la valeur réelle s'est révélée très variable au regard de l'expérience.

"Dans ces dix dernières années les épargnants en Europe ... et même en Angleterre ont subi de fortes pertes en valeur réelle. Nous pouvons espérer que l'avenir ne nous réserve pas une grande instabilité de la valeur de la monnaie. Mais il est naturel que bien des gens éprouvent quelque anxiété à l'idée d'une possible instabilité. Aussi et à moins que la Trésorerie espère tirer des profits de la dépréciation de la monnaie, elle ne perdrait rien, et elle pourrait même gagner quant aux intérêts, en émettant de telles obligations indexées".

En 1951, dans sa réponse à un Questionnaire du "Joint Committee of Congress" Milton Friedman a repris avec vigueur la proposition de J.M. Keynes d'obligations indexées ainsi qu'il suit 4 :

"Je suis extrêmement favorable à l'émission d'obligations garanties en pouvoir d'achat pour deux raisons :

"(a) Elle donnerait aux classes moyennes et aux classes les plus défavorisées le moyen de protéger leur capital contre les ravages de l'inflation. Ces groupes n'ont actuellement aucun moyen de le faire. Il me paraît qu'il serait à la fois équitable et socialement désirable que ces groupes disposent d'une telle protection.

"(b) Une telle émission permettrait à la Trésorerie de vendre des obligations sans recourir à une promotion publicitaire qui au mieux est tout à fait trompeuse et qui au pire doit être considérée comme tout à fait immorale. La Trésorerie recommande aux gens d'acheter des obligations comme moyen d'assurer leur avenir. Est-ce que c'est là une promesse qu'elle peut faire en toute bonne foi, au regard de l'expérience du passé qui a montré que de telles obligations ont vu leur pouvoir d'achat progressivement annihilé par les hausses de prix ? Si cette promesse peut être faite, aucun coût n'est effectivement impliqué par la promesse explicite d'une garantie en pouvoir d'achat. Si elle ne peut l'être il me paraît intolérable qu'une administration publique trompe délibérément le public".

Dans un article sur l'indexation, vingt-trois ans plus tard, Milton Friedman maintenait et renforçait encore son point de vue 5.

NOTES

- (1) Irving Fisher, 1920, *Stabilizing the Dollar* ; 1928, *L'Illusion de la Monnaie Stable* ; 1934, *Stable Money*.
- (2) Lettre du 16 septembre 1911 d'Alfred Marshall à Irving Fisher, dans Milton Friedman, 1974, *Monetary Correction*, p. 56-57.
- (3) John Maynard Keynes - Recommandation faite en 1924 à la "Royal Commission on National Debt and Taxation", citée par Milton Friedman, *id.*, p. 57-58.
- (4) Réponse faite par Milton Friedman en 1951 à un Questionnaire du "Joint Committee of Congress", citée par Milton Friedman, *id.*, p. 37-38.
- (5) Milton Friedman, 1974, *Monetary Correction*.

III

L'EQUATION FONDAMENTALE DE LA DYNAMIQUE MONETAIRE

En 1966 j'ai démontré une relation qui permet d'éclairer le déroulement des fluctuations conjoncturelles engendrées pour l'essentiel par le crédit.

L'équation fondamentale de la dynamique monétaire

L'équation fondamentale de la dynamique monétaire s'écrit ¹ :

$$(1) \quad \frac{1}{D} \frac{dD}{dt} = V \frac{M-M_D}{M} + \frac{1}{M} \frac{dM}{dt} + V \frac{E}{D} \left(\frac{1}{E} \frac{dE}{dt} \right)$$

Dans cette relation :

- D(t) représente à l'instant t la dépense globale par unité de temps dans l'ensemble de l'économie. C'est le montant global, exprimé en valeur nominale, de toutes les dépenses par unité de temps des agents économiques, quels qu'ils soient, dans tous les secteurs de l'économie.

- $M(t)$ représente à l'instant t le montant global des encaisses effectivement détenues par l'ensemble des agents économiques. Ce montant est égal à la somme exprimée en valeur nominale de la quantité de monnaie manuelle M_M et de la quantité de monnaie scripturale M_S .

- $M_D(t)$ représente à l'instant t le montant global des encaisses que les agents économiques désirent détenir au regard de la conjoncture économique. Ce montant est d'autant plus faible que la conjoncture apparaît plus favorable et d'autant plus grand qu'elle apparaît plus défavorable.

- $E(t)$ représente à l'instant t le montant global de l'endettement extra-bancaire des agents économiques qui a servi à financer leurs achats, c'est-à-dire de l'endettement contracté sans aucun recours au système bancaire.

- $V(t)$ représente à l'instant t la vitesse de circulation de la monnaie correspondant à la relation de définition de cette vitesse :

$$(2) \quad D(t) = M(t) V(t)$$

- Les quantités

$$\frac{1}{D} \frac{dD}{dt} \quad \frac{1}{M} \frac{dM}{dt} \quad \frac{1}{E} \frac{dE}{dt}$$

représentent respectivement les taux d'accroissement à l'instant t considéré de la dépense globale, de la masse monétaire et de l'endettement extra-bancaire.

*Les implications de
l'équation fondamentale de
la dynamique monétaire*

La relation (1) signifie que le taux d'accroissement de la dépense globale, qui détermine le développement monétaire de toute l'économie, est égal à la somme de trois termes :

- le premier proportionnel à la différence entre le montant global des encaisses détenues et le montant global des encaisses désirées ;
- le second égal au taux d'accroissement de la masse monétaire ;

- le troisième proportionnel au taux d'accroissement de l'endettement extra-bancaire.

Dans une situation d'équilibre les encaisses détenues par les agents économiques sont exactement égales à leurs encaisses désirées et la valeur monétaire de la dépense globale est exactement égale à la valeur monétaire de leur revenu global à cet instant.

Lorsqu'à un moment donné l'évolution de la conjoncture s'améliore, les encaisses désirées diminuent et les agents économiques dépensent, en plus de leurs revenus à cette date, l'excès $M - M_D$ des encaisses détenues sur leurs encaisses désirées.

Inversement lorsque l'évolution de la conjoncture paraît se dégrader les encaisses désirées augmentent, et les agents économiques restreignent leurs dépenses pour ajuster les encaisses détenues sur les encaisses désirées. Ils sont ainsi amenés à dépenser les revenus monétaires qu'ils reçoivent diminués de l'excès $M_D - M$ des encaisses désirées sur les encaisses détenues.

Il résulte de là que les effets de la différence $M - M_D$ se surajoutent aux effets de l'accroissement de la masse monétaire.

De même, lorsque l'évolution de la conjoncture paraît plus favorable les agents économiques sont enclins à emprunter et les banques sont disposées à prêter. De cette double volonté résulte une augmentation de la monnaie scripturale et par suite de la masse monétaire. Un effet inverse se constate naturellement lorsque l'évolution de la conjoncture paraît se dégrader.

De même encore lorsque l'évolution de la conjoncture paraît favorable l'endettement direct extra-bancaire augmente et il diminue naturellement lorsque l'évolution de la conjoncture apparaît défavorable.

***La détermination héréditaire
des encaisses désirées et de
la masse monétaire***

J'ai montré que le rapport M_D/D du montant global des encaisses désirées à la dépense globale est une

fonction décroissante d'un indicateur $Z(t)$ de la conjoncture, égal à la valeur mémorisée des taux de variation passés de la dépense globale.

J'ai montré également que la masse monétaire M est une fonction croissante du même indicateur Z .

Les ajustements correspondants sont extrêmement remarquables, *en fait les plus remarquables de toute la littérature économique* 2.

Un modèle de la génération des fluctuations conjoncturelles

Jusqu'au détachement du dollar par rapport à l'or, le 20 août 1971, et à l'instauration des taux de change flottants en 1973 3, l'endettement extra-bancaire pouvait être considéré comme *relativement négligeable* et on pouvait écrire en première approximation

$$(3) \quad \frac{1}{D} \frac{dD}{dt} = V \frac{M - M_D}{M} + \frac{1}{M} \frac{dM}{dt}$$

Si on remplace dans la relation (3) les valeurs globales des encaisses désirées M_D , et de la masse monétaire M par leurs expressions en fonction de l'indicateur Z de la conjoncture économique (lui-même fonction des valeurs passées du taux d'accroissement de la dépense globale), on obtient une relation ne faisant intervenir que la valeur présente et les valeurs passées de la dépense globale.

Cette relation permet d'expliquer suivant les circonstances initiales et les valeurs des paramètres du modèle la convergence vers une situation d'équilibre ou des situations comportant un cycle limite.

On peut ainsi expliquer la génération des fluctuations conjoncturelles en fonction du comportement des opérateurs.

Une conclusion très remarquable est que si le taux d'accroissement de la masse monétaire était constant (et non influencé par la situation conjoncturelle) il y aurait *dans tous les cas* convergence vers l'équilibre et qu'il ne pourrait y avoir de fluctuations conjoncturelles 4, 5.

Cette conclusion resterait *entièrement valable* si l'ensemble des réformes proposées dans le présent ouvrage (*Chapitre III* ci-dessus), était mis en œuvre.

NOTES

- (1) Pour la démonstration rigoureuse de cette relation voir Allais, 1968, *Monnaie et Développement, Chapitre I, Appendice I*, p. 75-86.
- (2) Pour une vue d'ensemble sur ces ajustements voir la *Deuxième Introduction* de 1998 à mon ouvrage *Economie et Intérêt*, p.139-153.
- (3) Depuis l'abandon de l'étalon or par les Etats-Unis, l'instauration générale du système des taux de change flottants, et la totale libération des mouvements de capitaux, une situation monétaire anarchique s'est développée qui a culminé avec la crise mondiale de 1997-1998.
- Au cours de cette évolution l'endettement extra-bancaire s'est considérablement développé et on ne dispose pas actuellement d'informations précises sur l'évolution de son montant global.

- (4) Voir la *Deuxième Introduction* de 1998 à mon ouvrage *Economie et Intérêt*, p. 120-126.
- (5) Cette conclusion peut être étendue au cas où l'on tient compte d'influences exogènes périodiques (id., p. 125-126).

PRINCIPALES REFERENCES

Faute de place je ne puis que me limiter ici à mes principaux mémoires.

Sur l'équation fondamentale de la dynamique monétaire voir notamment : Allais,

- 1968, *Monnaie et Développement*, ENSMP, Chapitre I, *La Dynamique monétaire*, p. 1-86 ;
- 1968, *Monnaie et Développement*, Chapitre II, *Monnaie et Prix dans le cadre national*, id., p. 87-122.

Sur la détermination héréditaire de la demande et de l'offre de monnaie voir notamment :

- 1965, *Reformulation de la théorie quantitative de la monnaie*, Editions Sedeis ;
- 1972, *Forgetfulness and Interest* ;
- 1974, *The Psychological Rate of Interest* ;
- 1984, *A New Empirical Approach of the Hereditary and Relativistic Theory of the Demand for Money*.

Sur une analyse synthétique de la théorie de la dynamique monétaire :

- 1998, *Introduction à la Deuxième Edition d'Economie et Intérêt* (1947), p. 115-153 et 247-250.

Le lecteur pourra trouver dans cette *Deuxième Introduction* une bibliographie relativement étendue sur la *Dynamique monétaire* (p. 247-250).

IV

REPONSES SOMMAIRES A QUELQUES OBJECTIONS

De nombreuses objections ont été présentées aux projets de réformes que j'ai présentés dans le *Chapitre III*. Dans le cadre de cet ouvrage, il est évidemment impossible de discuter en détail toutes ces objections. Je ne discuterai donc que très sommairement les plus importantes ou les plus fréquentes en laissant de côté celles qui ont déjà trouvé leur réponse dans les Chapitres qui précèdent 1, 2.

(1) Pour l'essentiel cet Appendice est la reproduction, sauf quelques aménagements mineurs, de la *Quatrième Partie* de mon mémoire de 1993, "*Les Conditions monétaires d'une économie de marchés. Des enseignements du passé aux réformes de demain*".

(Revue d'Economie Politique, mai-juin 1993, p. 348-360).

(2) Les développements qui suivent se rapportent à l'économie d'un pays donné, mais ils se transposent immédiatement dans le cas d'un ensemble communautaire ayant une même monnaie.

A

OBJECTIONS RELATIVES
A LA REFORME PROPOSEE DU SYSTEME
BANCAIRE ET FINANCIER

Le système du crédit ne pourrait plus fonctionner

On dit que le système du crédit ne pourrait plus fonctionner. Il est bien exact que le système du crédit ne pourrait plus fonctionner comme maintenant, mais *toutes les opérations actuellement effectuées par les banques et les intermédiaires financiers resteraient possibles.*

Les paiements et encaissements continueraient à être effectués par les banques de dépôt pour le compte de leurs clients, ainsi que la tenue de leurs comptes. La seule différence serait que *ces services seraient facturés à leurs coûts véritables*, condition fondamentale de l'efficacité économique.

Toutes les opérations d'emprunts et de prêts qui se constatent aujourd'hui resteraient parfaitement possibles. Elles seraient assurées par les banques de prêt avec cette seule différence que ces banques emprunteraient à des termes plus éloignés que ceux correspondant aux prêts qu'elles accorderaient.

Le système du crédit n'offrirait plus la même souplesse qu'aujourd'hui

Tout dépend évidemment du sens que l'on donne au mot "*souplesse*". Si l'on entend par là le fonctionnement efficace du système bancaire, il deviendrait sans doute bien plus efficace qu'aujourd'hui. Mais si l'on interprète ce terme comme la possibilité de créer *ex nihilo* de la monnaie et du pouvoir d'achat au profit de certains et aux dépens des autres, alors il est bien certain que la "*souplesse*" actuelle disparaîtrait. Mais, ainsi que je l'ai indiqué, il est réellement impossible de la considérer comme avantageuse pour la collectivité. En tout état de cause, c'est là un des objectifs essentiels de la réforme suggérée que de la faire disparaître.

Les encaisses des entreprises et des particuliers seraient moins bien utilisées qu'actuellement

Il est bien certain que le système actuel de couverture fractionnaire des dépôts permet une duplication des encaisses, *duplication qui deviendrait totalement impossible avec le système proposé*. En fait, l'argument consistant à dire que le système du crédit permet de réaliser une économie d'encaisses était certainement valable au dix-neuvième siècle. A une époque en effet où la monnaie de base était fondamentalement constituée par des espèces métalliques, on pouvait valablement considérer comme raisonnable un système qui permettait d'effectuer plus de paiements avec moins d'encaisses métalliques. Mais aujourd'hui que la monnaie a été entièrement détachée de tout bien réel, c'est là un argument qui n'a plus de valeur.

Il convient d'ailleurs de rappeler que *si au dix-neuvième siècle le système de la couverture fractionnaire du crédit a effectivement permis une économie d'espèces métalliques, il a constamment conduit à une instabilité foncière et à des crises de grande ampleur qui ont gravement compromis le fonctionnement de l'économie tout entière*.

Donner à l'Etat le bénéfice de l'accroissement de la masse monétaire l'inciterait à pratiquer une politique inflationniste

En fait, un tel argument ne saurait être valable dès lors que la Banque Centrale est rendue effectivement indépendante du pouvoir politique, *et si elle est assujettie par ses statuts à assurer la stabilité des prix comme c'est le cas de la Bundesbank*.

Sous de telles conditions la politique de la Banque Centrale ne saurait se déterminer à partir de la considération des ressources résultant de l'accroissement de la masse monétaire puisque ces ressources seraient rétrocédées par elle à l'Etat.

La nouvelle réglementation serait inutilement contraignante et inapplicable

On dit encore qu'imposer aux banques de prêts la condition qu'à tout prêt corresponde *une ressource de terme plus éloigné obtenue par l'emprunt* représenterait une contrainte inapplicable et incontrôlable.

En fait, il est tout aussi facile de contrôler l'application effective d'une telle condition dans le système proposé que de contrôler dans le système actuel que l'ensemble des engagements de la banque est couvert par des liquidités dans une proportion donnée.

Le système proposé élèverait les taux d'intérêt, rendrait impossible le financement du développement économique, et pénaliserait les banques nationales (ou communautaires) vis-à-vis des banques étrangères

Il est effectif que l'accroissement de la masse monétaire résultant de la création de monnaie *ex nihilo* par le système bancaire actuel tend, toutes choses égales d'ailleurs, à abaisser les taux d'intérêt. Mais l'augmentation correspondante des moyens de paiement entraîne tôt ou tard une hausse des prix, puis une augmentation des taux d'intérêt. Au total rien ne permet d'affirmer que les conditions du crédit seraient pour l'économie nationale moins avantageuses qu'aujourd'hui et qu'elles pourraient être moins avantageuses qu'à l'étranger.

La réforme du crédit aboutirait à pénaliser les bénéficiaires actuels du système du crédit

On pourrait encore avancer que la réforme générale projetée pénaliserait particulièrement tous ceux qui bénéficient actuellement des avantages tirés de la création de pouvoir d'achat *ex nihilo* par le mécanisme du crédit, qu'il s'agisse des déposants qui sont affranchis pour une très large part du coût de la gestion de leurs comptes ou qui obtiennent une rémunération de leurs dépôts, ou qu'il s'agisse de tous ceux qui du fait de la structure actuelle du crédit peuvent effectivement emprunter à des conditions plus avantageuses. Il est hors de doute que les bénéficiaires actuels du système de crédit tel qu'il fonctionne aujourd'hui verraient disparaître les profits dont ils bénéficient, mais on voit difficilement comment l'on pourrait justifier le maintien de tels privilèges.

Il n'y a pas lieu de rendre gratuitement des services qui en tout état de cause ont un coût qu'il faut bien supporter. Si un déposant est affranchi des frais relatifs à la tenue de son compte, la banque doit les supporter. Dans la situation actuelle elle peut le faire, car elle bénéficie des profits correspondant à la création de monnaie par le mécanisme du crédit.

Qui en supporte réellement le coût ? : l'ensemble des consommateurs pénalisés par la hausse des prix entraînée par l'accroissement de la masse monétaire.

Dans le cadre de la réforme proposée et pour une même augmentation de la masse monétaire ces consommateurs resteraient pénalisés par la même hausse des prix, mais ils recevraient par ailleurs une compensation, *puisque les gains provenant de la création monétaire reviendraient totalement à la collectivité, et pourraient par là même financer une diminution égale, à vrai dire considérable, des impôts qu'ils supportent.*

D'une manière générale le système proposé ne serait pas applicable s'il n'était pas adopté par les autres pays

C'est là un argument général qui ne saurait être valablement soutenu dès lors que les filiales des banques étrangères situées sur le territoire national (ou communautaire) seraient soumises aux mêmes obligations que les banques nationales (ou communautaires).

Pour l'essentiel en effet la réforme envisagée implique deux conséquences : *la vérité des prix* en ce qui concerne les coûts des opérations bancaires et les taux d'intérêt, et *le retour à l'Etat* des profits résultant de la création de monnaie. Aucune d'elles n'implique l'application universelle de la réforme. En tout état de cause, c'est là un argument qui n'a jamais été avancé par les adversaires du plan de "100 % Money" lors de sa discussion aux Etats-Unis.

Les encaisses des particuliers et des entreprises seraient déposées à l'étranger

On pourrait encore dire que les particuliers et les entreprises nationales (ou communautaires) auraient intérêt à déposer leurs encaisses dans des banques *situées à l'étranger* où elles n'auraient pas à payer le coût de la gestion de leurs comptes comme dans les banques de dépôt situées sur le territoire national (ou communautaire), qu'elles soient nationales (ou communautaires), ou étrangères.

A première vue, c'est là un argument qui peut apparaître comme très valable, tout particulièrement dans le cas des sociétés multinationales. Mais, dans

la réalité, on voit mal comment dans leur ensemble les particuliers et les entreprises domiciliés sur le territoire national (ou communautaire) pourraient avoir avantage à utiliser des banques situées à l'étranger.

En tout état de cause, les paiements et encaissements pourraient être considérés *comme n'ayant de valeur légale* que s'ils étaient effectués par l'intermédiaire de banques de dépôt nationales (ou communautaires) ou de banques de dépôt étrangères sises sur le territoire national (ou communautaire) et soumises à la même réglementation nationale (ou communautaire).

Le désordre financier étant mondial, une approche exclusivement nationale (ou communautaire) ne peut avoir qu'une portée limitée

"La suppression du contrôle des changes et l'internationalisation des mécanismes financiers, dit-on encore, rendraient impossible une réforme du crédit spécifiquement nationale (ou communautaire). Comment empêcher que les entreprises s'adressent à des banques étrangères pour obtenir des finance-

ments courts ou longs sous forme de crédits ou à travers les marchés financiers (commercial paper, obligations, etc...), le produit de ces opérations étant aujourd'hui librement convertible dans la monnaie nationale" (ou communautaire).

En fait, il n'y a pas là une objection véritable. Les banques de prêt, débarrassées des coûts de la gestion des dépôts de leurs clients, seraient tout à fait en mesure de soutenir la concurrence des banques étrangères.

B

OBJECTIONS RELATIVES
A LA REFORME PROPOSEE DE L'INDEXATION

La meilleure politique serait de combattre l'inflation

"Une économie à monnaie stable, dit-on, serait préférable à une économie recourant à un système d'indexation généralisée".

On retrouve ici l'argument fondamental avancé en décembre 1958 par Jacques Rueff pour interdire toute indexation en France. On sait aujourd'hui ce qu'il en est advenu. *Au total, de 1959 à 1989, le niveau des prix français s'est élevé de 1 à 7.* Au regard de ce chiffre il est illusoire de promettre aujourd'hui l'absence de toute inflation pour l'avenir.

En réalité *le seul moyen efficace d'arrêter l'inflation est d'indexer tous les engagements sur l'avenir.* Car une telle indexation rétablirait une indispensable vérité dans toutes les décisions des entreprises, des ménages, et de l'Etat.

Une indexation généralisée ne serait plus nécessaire aujourd'hui

On dit encore, et par exemple en ce qui concerne la France, que l'inflation ayant été stoppée, la proposition d'une indexation généralisée, intéressante à l'époque où la France connaissait une forte inflation, n'a plus d'objet aujourd'hui alors que le taux d'inflation a été réduit à moins de 2 %.

En réalité une telle objection est difficilement soutenable. A la suite des mesures prises en France par le gouvernement Pinay le taux moyen d'inflation de 1953 à 1955 s'est maintenu à une valeur pratiquement nulle. Mais cet arrêt est resté momentané. *A la suite de la réforme monétaire Rueff-Pinay de 1959, le taux d'inflation moyen de 1960 à 1967 a été réduit à environ 4 % ; puis l'inflation est repartie de plus belle à partir de 1968.*

Dans le cadre de la monnaie commune européenne, l'euro, tout risque d'inflation ne saurait être définitivement exclu, et en tout cas le taux moyen de hausse des prix de l'ordre de 2 % recherché n'est pas de nature à assurer la stabilité de l'unité de compte pour tous les engagements sur l'avenir.

L'indexation des salaires serait inévitablement génératrice d'inflation

Une indexation des salaires conduirait, dit-on, à susciter l'inflation. Cet argument repose sur une confusion, celle d'une indexation *en valeur réelle et pour une durée limitée des salaires*, et d'une indexation destinée à maintenir indéfiniment dans l'avenir des avantages indus obtenus par les salariés grâce à une inflation antérieure. C'est ce second type d'indexation, et celui-là seul, qui pourrait conduire à une inflation explosive.

L'indexation obligatoire en valeur réelle de tous les engagements sur l'avenir ferait peser une charge insupportable sur les entreprises, sur les ménages et sur l'Etat

On dit encore que l'indexation obligatoire en valeur réelle de tous les engagements sur l'avenir ferait peser une charge insupportable sur les entreprises, sur les ménages et sur l'Etat. *En réalité il n'en est rien.*

Le cas des entreprises

En fait, et par exemple, si une entreprise industrielle émettait des obligations indexées, elle s'obligerait en valeur réelle, et si son calcul économique était correct, elle pourrait effectivement satisfaire à ses engagements. *Si elle ne pouvait le faire, c'est que les investissements réalisés avec cet emprunt n'auraient pas été effectivement économiquement justifiés.*

Loin de compromettre la vitalité des entreprises, l'indexation en valeur réelle de tous leurs engagements sur l'avenir serait hautement bénéfique pour l'économie, car elle permettrait aux entreprises de trouver sur le marché tous les fonds nécessaires pour réaliser tous les investissements réellement utiles. Elle s'opposerait efficacement à toutes les revendications irréalisables et déraisonnables de salaires et d'avantages directs ou indirects, qui finalement lorsqu'elles sont satisfaites, engendrent un chômage chronique permanent. Enfin *elle ferait baisser les taux d'intérêt.*

Le cas de l'Etat

Il est effectif que dans les conditions actuelles la charge de l'Etat pourrait être aggravée s'il devait effectivement rembourser en valeur réelle le montant de ses emprunts.

Mais, économiquement, *les taux d'intérêt réels s'abaisseraient*, et si l'Etat n'est pas capable de rembourser en valeur réelle ce qu'il a emprunté, c'est que les dépenses qu'il finance ainsi sont *improductives ou injustifiées*, et qu'elles aboutissent à un véritable gaspillage des ressources de la nation, *gaspillage auquel il convient de mettre fin dans l'intérêt de tous*.

Il est effectif que pendant de longues années la doctrine *non explicitée, mais effective*, des responsables des emprunts de l'Etat a été qu'à la longue les dettes contractées seront réduites par l'inflation comme le démontre amplement une expérience séculaire. *Personne n'ose le dire, mais c'est là malheureusement la vérité*.

L'indexation et l'éthique

En réalité, et qu'il s'agisse des entreprises, des ménages ou de l'Etat, le refus d'une indexation obligatoire en valeur réelle des emprunts et des dettes revient à dire qu'il convient d'admettre un transfert continu de richesses aux dépens des épargnants et au profit des emprunteurs. C'est là admettre que le fonctionnement de l'économie doit reposer sur une escroquerie permanente dont les prêteurs sont les victimes, et vouloir la maintenir serait tout à fait immoral et éthiquement inadmissible. *En clair, le refus de l'indexation ne peut avoir d'autre signification que l'institutionnalisation du vol*.

Une indexation obligatoire en valeur réelle de tous les engagements sur l'avenir comporterait des risques inacceptables

La question posée ici est de savoir si la généralisation de l'indexation existante pourrait faire courir un risque quelconque à l'économie. Qu'il me suffise de répondre ici que *les effets d'une indexation généralisée sont totalement identiques à ceux qu'implique une monnaie stable*. Or, et précisément, il n'est per-

sonne qui soutienne que la stabilisation de la valeur réelle de la monnaie puisse faire courir à l'économie des risques insupportables.

Une indexation obligatoire en valeur réelle de tous les engagements sur l'avenir serait incompatible avec les principes généraux d'une économie libérale

"L'indexation, dit-on, doit être facultative. L'obligation porterait atteinte à la liberté des contrats, fondement d'une société libérale".

Mais, peut-on valablement soutenir que l'indexation obligatoire serait antilibérale ? En fait une économie de marchés ne saurait valablement fonctionner en l'absence d'étalons de mesure parfaitement définis et d'usage obligatoire comme le mètre, le litre ou le kilogramme. Personne ne conteste le caractère obligatoire de leur usage. *Mais, s'il est un étalon dont l'usage obligatoire apparaît comme tout à fait essentiel en raison même de son utilisation universelle, c'est l'existence d'une unité de compte comparable à elle même au cours du temps et utilisée par tous les agents économiques. Il y a là une condition majeure d'efficacité.*

En fait le libéralisme, ce n'est pas l'anarchie, ni le "laissez-fairisme". Il implique l'existence d'un certain nombre de règles obligatoires : celles qui sont nécessaires pour un fonctionnement efficace et équitable de l'économie.

Ce que nous montre en effet l'analyse économique, c'est que l'efficacité de l'économie implique que tous les agents économiques utilisent *une même unité de compte* pour toutes leurs décisions faisant intervenir l'avenir.

L'indexation obligatoire en valeur réelle des emprunts et des dettes serait incompatible avec la liberté des échanges internationaux

"L'indexation en valeur réelle des emprunts ne pourrait pas être envisagée, dit-on, dans le seul cadre national (ou communautaire), en raison de l'élévation des taux d'intérêt réels qui en résulterait, aggraverait les coûts, et constituerait donc un facteur de déficit de la balance des paiements".

En fait, la balance des paiements nationale (ou communautaire) ne saurait être menacée par l'indexation obligatoire des emprunts. C'est en réalité un phénomène *tout à fait opposé* que l'on constaterait en raison des souscriptions massives d'emprunts nationaux (ou communautaires) indexés de la part des étrangers, également soucieux de maintenir le pouvoir d'achat de leur épargne.

En fait, une indexation généralisée obligatoire des créances et des dettes au sein d'une économie nationale (ou communautaire) *aurait des effets identiques à une stabilisation de la valeur de la monnaie nationale (ou communautaire) par une politique monétaire appropriée.*

C

OBJECTIONS RELATIVES
A LA REFORME PROPOSEE DES MARCHES
BOURSIERS

Remplacer la cotation continue des cours par une seule cotation par jour pour chaque valeur compromettrait "l'efficience" des marchés

Un marché boursier, dit-on, ne peut être "efficient" que s'il peut tenir compte à tout instant de toutes les informations disponibles.

Mais en quoi, en France par exemple, une cotation unique par jour des actions Peugeot rendrait-elle impossible leur estimation correcte par le marché ? Est-ce que les éléments *fondamentaux* déterminants de la valeur de ces actions, les seuls qui importent réellement pour un fonctionnement efficace de l'économie française, varient d'une heure à l'autre, voire d'une minute à l'autre ?

On dit, par exemple, qu'avec la cotation continue des cours le marché peut tenir compte immédiatement de la publication, un jour donné, de l'indice des prix américains. Mais à supposer même que la connaissance de cet indice soit indispensable dès sa publication pour une estimation correcte de la valeur des actions Peugeot, soutenir que la cotation continue des cours est nécessaire, revient à supposer que les opérateurs sont capables de déterminer immédiatement l'influence de cet indice sur la valeur de ces actions. *En réalité, il n'existe aucun opérateur ayant cette capacité.* Tout au contraire, dans le cas d'une telle information, un délai de réflexion suffisant est évidemment nécessaire.

Le seul cas où une information de dernière heure pourrait avoir une influence déterminante sur l'estimation, par exemple, de la valeur boursière des actions Peugeot en France *relève en réalité d'un délit d'initié.*

En fait, ceux qui soutiennent que la cotation continue des cours serait avantageuse pour l'efficacité du marché *négligent un élément fondamental*, c'est que le seul moyen de tenir compte, d'une manière économiquement rationnelle, d'une part de

l'ensemble des informations susceptibles d'influencer, directement ou indirectement, la valeur des actions Peugeot, et d'autre part de leur interprétation par l'ensemble des opérateurs, c'est de déterminer cette valeur *à partir d'un marché aussi large que possible.*

Plus un marché est large, c'est-à-dire plus sont nombreuses les offres et les demandes à partir desquelles peut être déterminé un cours équilibrant effectivement l'ensemble des offres et des demandes, et plus le cours ainsi déterminé est économiquement significatif. Plus le marché est large, et plus l'effet des influences erratiques se trouve réduit. *C'est là un enseignement fondamental de l'analyse économique et de la loi des grands nombres.*

Avec une cotation unique par jour, qui désire vendre au cours du marché peut effectivement vendre, et qui désire acheter peut effectivement acheter. *La transparence du marché est totale.* Il n'est nul besoin ici de "market makers" pour chaque action, ni d'un programme de "cotation assistée en continu". Une seule cotation par jour abaisserait considérablement les coûts. Aucune fraude, aucune manipulation du marché ne serait possible. *Tous les*

opérateurs petits ou grands seraient traités de la même manière, et ils influeraient tous sur les cours d'une manière homogène.

Avec un tel système aucun affolement accéléré en cascade du marché n'est concevable. Tous les opérateurs disposeraient chaque jour d'un délai suffisant pour déterminer leurs ordres au mieux de leurs intérêts tels qu'ils peuvent être appréciés par eux-mêmes au regard des informations disponibles.

Là est la réalité et l'éclatante évidence. Tout le reste n'est que pure affabulation.

Les nouveaux instruments boursiers, la cotation continue des cours, les marchés sur indices, etc..., constitueraient des progrès essentiels dont on ne saurait se passer

C'est là en fait un argument très valable en ce qui concerne tous les professionnels de la bourse, agents de change, market makers, initiés de toutes sortes, etc..., qui tirent de très grands profits du fonctionnement de ces institutions, *mais ce n'est pas là un argument soutenable quant aux conditions impliquées par un fonctionnement efficace de l'économie de marchés.*

En fait, l'organisation actuelle des marchés boursiers a été conçue *dans le seul intérêt* de ceux qui participent à la mise en œuvre de ces nouveaux instruments.

A vrai dire, loin d'être utile, cette organisation est *fondamentalement nuisible* pour l'ensemble de l'économie ; elle est éminemment déstabilisatrice ; elle favorise une volatilité excessive des marchés ; elle se prête à toutes les manipulations ; elle est génératrice de fraude, et elle est inutilement coûteuse.

Cette organisation n'a pu être mise en place par les pouvoirs publics qu'en faisant aveuglément confiance aux professionnels considérés à tort comme les seuls à savoir d'expérience ce qu'il faut faire. On ne peut ainsi que s'étonner ici de l'appui sans cesse donné depuis 1985 par le pouvoir politique en France, quelles que soient ses orientations, à une telle organisation.

En tout état de cause, si on supprimait la cotation continue des cours, et si on recourait à une seule cotation des cours par jour, ce ne serait nullement revenir aux procédures antérieures de détermination des cours, en utilisant par exemple le

procédé de la criée. Ce serait en fait utiliser pleinement les possibilités que nous offre aujourd'hui l'informatique pour déterminer *très rapidement et très économiquement* un cours tel que tous ceux qui désirent vendre à ce cours puissent effectivement vendre et que tous ceux qui désirent acheter à ce cours puissent effectivement acheter, tous les ordres étant donnés chaque jour avant une heure donnée, et les résultats étant publiés dans l'heure suivante.

Les innovations financières favoriseraient l'efficacité de l'économie

En fait, la justification des innovations financières repose sur une hypothèse implicite, c'est qu'elles permettraient un comportement des opérateurs favorable à l'efficacité de l'économie. C'est là une hypothèse pour le moins contestable.

Trois éléments en effet peuvent être considérés dans la détermination des cours : - les facteurs économiques *fondamentaux* ; - des facteurs *erratiques* dont la valeur moyenne est nulle ; - les mouvements de psychologie collective *grégaire*.

Seule la considération des facteurs économiques fondamentaux peut être considérée comme économiquement favorable au développement de l'économie.

Pour les mouvements erratiques, seuls des marchés très larges peuvent en supprimer les effets pervers, et c'est ce qui contribue à justifier la proposition d'une cotation unique par jour pour chaque valeur sur chaque marché.

Quant au troisième facteur, *la psychologie collective grégaire*, c'est sans doute le plus important, mais on peut pour le moins douter de sa rationalité. Qu'il me suffise de donner ici deux exemples particulièrement significatifs.

Tout d'abord si l'on considère la hausse du dollar jusqu'au 26 février 1985 jusqu'à la valeur de 3,47 deutschemarks, puis sa baisse à la valeur de 1,57 le 31 décembre 1987, il n'est personne qui puisse soutenir que ce sont les facteurs fondamentaux des économies qui peuvent expliquer une telle baisse dans un délai aussi court.

De même on ne saurait soutenir que c'est la considération d'éléments économiques fondamentaux qui

explique que chaque jour les flux financiers à l'intérieur du Groupe des Sept s'élevaient en 1989 à 420 milliards de dollars par jour, alors que les flux commerciaux ne représentaient que 12,4 milliards de dollars, soit 34 fois moins, la différence correspondant à des transactions purement spéculatives. En raison du développement de la spéculation ces chiffres sont aujourd'hui bien plus élevés.

En réalité, sur un marché soumis à des emballements psychologiques essentiellement grégaires, permis et facilités par le crédit, c'est l'irrationnalité qui domine. Si averti qu'il puisse être, l'opérateur individuel, pour être rationnel, doit se conformer à la psychologie des marchés, quelque irrationnelle qu'elle puisse être du point de vue économique.

Il résulte de là que sur les marchés boursiers les risques majeurs ne correspondent pas aux incertitudes inévitables sur l'avenir de l'économie réelle. Ils proviennent du comportement même des marchés. On ne saurait donc soutenir que l'avantage des marchés boursiers, tels qu'ils fonctionnent actuellement, est de faire disparaître les risques. *Il ne font que les accroître considérablement.*

En réalité, toutes les innovations financières, si vantées aujourd'hui, n'ont d'autre objet que de faire face à des risques qu'elles ne font qu'amplifier, sinon susciter.

Renoncer à la mise en œuvre des nouveaux instruments boursiers et financiers, ce serait mettre les marchés nationaux en position d'infériorité dans la compétition vis-à-vis des différentes places étrangères

On dit encore que si l'on ne recoure pas aux nouveaux instruments boursiers, les "investisseurs" effectueront leurs ordres d'achat ou de vente sur des places étrangères.

En fait, il paraît difficile de qualifier d'"investisseurs" des opérateurs dont la seule motivation est de spéculer sur le comportement grégaire de l'ensemble des spéculateurs. *Il ne s'agit pas ici de décisions économiques d'investissements, mais de pures opérations de spéculation, où seuls les initiés peuvent effectivement gagner.*

Mais les craintes de "délocalisation" des marchés sont en réalité tout à fait injustifiées. Si en effet une économie nationale pratiquait seule un système comportant une seule cotation par jour sur chaque place pour chaque action ou obligation, un très grand nombre d'opérateurs étrangers préféreraient de très loin des marchés où une totale transparence serait assurée et où les coûts de fonctionnement seraient très réduits.

D

ECONOMIE DE MARCHES ET ETHIQUE

Il est tout à fait remarquable que de toutes les objections présentées à l'encontre des réformes que je préconise, aucune ne se fonde sur des considérations d'ordre éthique. On peut en déduire que pour tous les adversaires de ces réformes il n'y a pas lieu de tenir compte de telles considérations d'ordre éthique. Il y a là, en fait, une perversion très grave de l'opinion.

Certes, l'efficacité économique est la condition première de l'élévation des niveaux de vie et de toute politique sociale, et l'efficacité économique ne peut être assurée que dans le cadre d'une économie de marchés décentralisée et de propriété privée. Mais une telle économie ne peut être réellement acceptable que si elle respecte un minimum de principes éthiques, excluant notamment l'apparition de revenus non gagnés ne correspondant pas à des services effectivement rendus, qu'il s'agisse par exemple des revenus indus engendrés par la création *ex nihilo* de

moyens de paiement par le système bancaire, *des revenus indu*s résultant des fluctuations de la valeur réelle de la monnaie, ou *des revenus indu*s engendrés par le fonctionnement actuel des marchés de valeurs mobilières.

En fait, on doit proclamer qu'*un droit fondamental de l'homme, c'est d'être protégé efficacement contre un fonctionnement inéquitable, sinon malhonnête, de l'économie de marchés permis actuellement, ou même favorisé, par une législation inappropriée.*

V

SUR LES REFORMES PROPOSEES

*Interview de Paul Fabra **

A

QUESTIONS PREALABLES

1.- P.F. - Maurice Allais, vous n'êtes pas seulement un célèbre théoricien reconnu par un prix Nobel décerné en 1988. Vous êtes aussi un commentateur infatigable de l'actualité. Tant pour l'économiste que pour le chef d'entreprise, la conséquence la plus insidieuse mais aussi la plus angoissante de la nouvelle tourmente que viennent d'essuyer les marchés financiers ne serait-elle pas ... une difficulté encore accrue de faire des prévisions ?

M.A.- Trois points me paraissent essentiels :

1- *Tant que les structures monétaires et financières actuelles seront maintenues il restera très difficile,*

(1) Interview réalisée le 2 décembre 1998 pour la revue *Politique Internationale* (à paraître).

sinon impossible, de faire des prévisions valables à court terme. L'expérience de ces cinquante dernières années en constitue une preuve irréfutable. En fait, ce que l'on constate, au fil des années, c'est une incertitude de plus en plus grande à court terme en raison d'une libération totale des mouvements de capitaux, dépourvue de toute régulation, et du développement d'une spéculation de plus en plus gigantesque avec des moyens sans cesse accrus.

2- Par contre, à long terme, on peut prédire *en toute certitude* que tant que les structures monétaires et financières actuelles seront maintenues le monde ne cessera de constater des crises, qu'elles seront de plus en plus fortes, et que leur déclenchement restera toujours aussi imprévisible.

3- Sur quelles bases en effet se fonde la spéculation ? La spéculation ne se fonde jamais pour l'essentiel sur la considération des *"fondamentaux"*. Pour tout spéculateur avisé ce qui compte en effet c'est l'appréciation de ce que vont faire les autres.

Il est bien connu que quiconque spécule contre le marché en se fondant sur la considération des *"fondamentaux"* court à la ruine. C'est là ce qui caractérise essentiellement la spéculation. *La rationalité pour le spéculateur avisé, c'est d'accompagner "le marché", qu'il soit rationnel ou non.*

2.- P.F.- *Les risques énormes que l'instabilité monétaire et financière fait courir à l'activité économique vous ont amené à mettre à nouveau en avant des réformes radicales. C'est donc que vous ne croyez pas, contrairement à ce que déclarait récemment un économiste français, Patrick Artus, que "les crises sont aujourd'hui mieux contrôlées qu'hier".*

M.A.- Deux points me paraissent devoir être soulignés :

1- Je vous suggère de demander à Patrick Artus ce qu'il entend lorsqu'il dit que *"les crises sont aujourd'hui mieux contrôlées qu'hier"*. Que faut-il entendre par "contrôlées" ?

Sont-elles mieux prédites qu'hier ? Certainement pas. - Sont-elles rendues impossibles ? Certainement pas. - Peut-on y remédier ? Les remèdes utilisés restent toujours les mêmes, injecter de nouveaux moyens de paiement pour sauver les spéculateurs et rassurer l'opinion. Mais le fait est qu'il faut injecter de plus en plus de moyens de paiement à mesure que les crises impliquent des pays toujours plus nombreux, et que les sommes mises en jeu sont de plus en plus importantes.

2 - Depuis 1945 on n'a cessé de répéter qu'une nouvelle Grande Dépression était impossible et que les crises étaient de mieux en mieux contrôlées.

Ce que l'on constate, en réalité, c'est que toutes les crises qui sont survenues depuis la seconde guerre mondiale n'ont jamais pu être prédites ni enrayerées en temps utile. Il est effectif qu'en injectant massivement de nouveaux moyens de paiement on peut toujours remédier, plus ou moins bien, après coup, aux effets des crises lorsqu'elles se sont déclenchées.

En ce qui concerne la dernière crise une constatation s'impose : sa soudaineté, son ampleur et sa propagation rapide ont surpris tous les "experts", ou "prétendus experts".

3.- P.F.- *Ce qui intéresse les gens au premier chef, c'est ce qu'il conviendrait d'entreprendre tout de suite pour les rassurer et pour préparer une véritable remise en ordre. Quelles recommandations faites-vous pour l'avenir immédiat ?*

M.A.- Quelles recommandations puis-je faire dans l'immédiat ?

1- Face à une crise ce qu'il faut faire est aujourd'hui bien connu depuis la Grande Dépression de 1929-1934. *Il faut éviter toute diminution de la dépense globale et faire en sorte qu'elle augmente.*

Dans les années cinquante j'ai démontré que le taux d'accroissement de la dépense globale comprenait essentiellement deux éléments : - le premier, proportionnel à la différence entre les encaisses détenues et les encaisses désirées ; - le second, propor-

tionnel au taux d'accroissement de la masse monétaire (égale au montant global des encaisses détenues). C'est ce que j'ai appelé l'*"équation fondamentale de la dynamique monétaire"*.

2- Dès lors ce qu'il faut faire dans l'immédiat est très clair :

1°) Eviter autant qu'il est possible tout accroissement des encaisses désirées, générateur de déflation. Pour cela il faut rassurer le public et les entreprises, ce qui implique en premier lieu qu'il y ait *une garantie de remboursement des dépôts bancaires*, de manière à éviter toute panique comme celles que l'on a constatées lors de la Grande Dépression.

2°) Augmenter la masse monétaire par des accroissements suffisants de la monnaie de base et conduire une politique monétaire s'opposant à toute élévation des taux d'intérêt.

Mais quelle que puisse être leur efficacité, ces moyens ne sont et ne peuvent être que des palliatifs. Pour la monnaie bancaire il est bien connu qu'*"on ne peut pas faire boire un âne qui n'a pas soif"*. En tout

cas la psychologie collective est *déterminée par les effets héréditaires des évolutions passées* ; et c'est là ce qui rend si difficile la lutte contre le pessimisme une fois qu'il est installé.

De plus, parler de la dépression ne peut que la susciter et l'amplifier. Après la seconde guerre mondiale un aphorisme circulait aux Etats-Unis : *"United States can talk herself into a depression"*. On ne saurait mieux dire. Tout dirigeant économique se doit d'affirmer, quoi qu'il en pense, que rien ne justifie le pessimisme.

En tout cas, sauver les banques de la faillite ne peut que les encourager à prendre dans l'avenir des risques déraisonnables. Injecter de nouveaux moyens de paiement ne peut que susciter de nouveaux désordres pour l'avenir.

Quand une maison brûle il faut d'abord éteindre le feu quel qu'en puisse être le coût. Mais cela ne servira à rien tant que l'on n'aura pas rendu impossible par des mesures appropriées la survenue de nouveaux incendies.

P.F. - *Que faut-il entendre par "encaisse désirée". Pour être concret, doit-on comprendre que lorsqu'on vend des sicavs actions ou des sicavs obligataires - ou qu'on renonce à acheter une nouvelle voiture pour acheter des sicavs monétaires, on le fait dans le souci de porter son encaisse (un avoir immédiatement disponible) au niveau supérieur que l'on désire ?*

M.A.- Le concept d'"encaisse désirée" a été introduit au XIX^{ème} siècle par Léon Walras, puis repris par Jacques Rueff avant et après la deuxième guerre mondiale. C'est essentiellement *un concept psychologique* dont la signification est très simple. L'encaisse désirée est l'encaisse en monnaie (billets et pièces plus dépôts à vue) *que l'on désire détenir au regard de la situation conjoncturelle.*

- Considérons par exemple un citoyen qui a un revenu de 40.000 francs par mois et qui détient une encaisse en billets de 1000 francs et un dépôt à vue dans une banque de 10.000 francs.

Si la situation est normale ses dépenses seront égales à son revenu de 40.000 francs et son encaisse restera inchangée.

Si par contre il craint avoir à faire face à des risques en raison d'une crise, il pourra désirer augmenter son encaisse de 10.000 francs. Sa nouvelle dépense deviendra égale à son revenu de 40.000 francs diminué de l'augmentation de son encaisse de 10.000 francs, soit 30.000 francs. Dans la nouvelle situation son encaisse désirée qui était précédemment de 11.000 francs deviendra égale à 21.000 francs.

- Naturellement, si notre consommateur ne veut pas ou ne peut pas réduire ses dépenses, il pourra naturellement vendre une partie de son actif pour un montant de 10.000 francs. Mais alors l'acheteur de cet actif devra réduire ses dépenses de 10.000 francs.

Au total, la dépense globale de ces deux agents diminuera de 10.000 francs.

De là résulte cette propriété *tout à fait essentielle* : Au cours d'une période donnée, la dépense globale dans l'économie diminue d'un montant égal à l'augmentation du montant global des encaisses désirées.

Inversement la dépense globale augmentera d'un montant égal à la diminution du montant global des encaisses désirées.

P.F. - *En fait, en cas de crise vous aussi vous préconisez l'injection massive de moyens de paiement.*

M.A.- Comme je viens de le dire l'action que je préconise dans l'immédiat est double.

C'est tout d'abord essayer d'agir sur les psychologies, c'est-à-dire sur les encaisses désirées pour qu'elles n'augmentent pas. C'est ce que l'on appelle rétablir la confiance.

C'est aussi augmenter la masse monétaire en circulation (monnaie manuelle plus monnaie scripturale).

Comme je l'ai indiqué ces deux actions complémentaires tendent à augmenter la dépense globale, ou tout au moins à éviter sa diminution.

4.- P.F. - *Mais si vous jugez nécessaire une rupture avec les pratiques et les idées actuelles, c'est que vous considérez comme irrémédiablement déréglé le fonctionnement des économies modernes. Quel est le vice rédhibitoire qui vous inspire ce pessimisme foncier ?*

M.A.- L'absence *irrémédiable* de régulation des économies modernes *résulte essentiellement de trois facteurs fondamentaux* en conjonction avec les perversions actuelles du système du crédit :

- la création de monnaie et de pouvoir d'achat *ex nihilo* par le système du crédit ;
- le financement d'investissements longs avec des fonds empruntés à court terme ;
- le financement de la spéculation avec des fonds créés *ex nihilo* par le système bancaire.

B

REFORMER LE CREDIT

1.- P.F.- Une première chose me pose problème. Vous dénoncez l'arbitraire et l'irresponsabilité des banques et des agents économiques (entreprises, particuliers) emprunteurs. Ensemble ils créent ou détruisent de façon erratique de la monnaie, c'est-à-dire du pouvoir d'achat. Par réaction, vous entendez confier la création monétaire au seul Etat. Mais les maîtres de l'Etat agissent en fonction de leurs propres intérêts politiques. Un arbitraire ne va-t-il pas succéder à un autre arbitraire ?

M.A.- Que faut-il donc craindre ?

1- En fait ce que je dénonce ce n'est pas tant l'arbitraire et l'irresponsabilité des banques et des agents économiques qu'un système qui génère nécessairement une création ou une destruction irresponsable des moyens de paiement, ce qui est tout à fait différent.

Dans le cadre du système actuel la création de monnaie dépend à la fois du comportement des banques et des agents économiques en fonction de la conjoncture. Ce ne sont pas les banques et les agents économiques qu'il faut accuser, *mais le système lui-même* qui les incite à prendre, tout à fait légalement, des décisions qui aboutissent à une création, ou à une destruction, de monnaie et de pouvoir d'achat.

2- La politique que je préconise ne remet pas la création monétaire à la discrétion de l'Etat et des partis politiques au pouvoir. Ce que je préconise, c'est un système où la création monétaire appartiendrait uniquement à une Banque Centrale indépendante de l'Etat et des partis politiques au pouvoir, et où les revenus correspondant à la création monétaire reviendraient uniquement à l'Etat. La création monétaire devrait assurer une hausse des prix de l'ordre de 2 %.

3- Il ne s'agit pas de remettre sans condition la création de monnaie à l'Etat. Il s'agit de soumettre cette création de monnaie à des critères bien clairs, c'est-à-dire essentiellement d'accroître le montant global de la masse monétaire à un taux égal au taux d'accroissement du revenu national réel augmenté

du taux souhaité de hausse des prix, en l'espèce égal à 2 %. La création de monnaie suivant mes propositions ne pourrait ainsi résulter d'aucun arbitraire.

4- Je ne saurais trop souligner que le système que je propose n'est identique à celui de la BCE que sur un point : la politique à mettre en application résulte d'un objectif fixé une fois pour toutes *indépendamment du pouvoir politique*, la stabilité des prix, interprétée comme correspondant à une hausse annuelle des prix de l'ordre de 2 %.

P.F. - Sur ce parallèle votre interprétation n'est-elle pas arbitraire ? Si l'objectif est fixé "une fois pour toutes", il faut bien qu'il soit, au départ, décidé. Par qui ?

M.A.- Mon interprétation n'est pas du tout arbitraire. Dans les deux cas l'objectif est d'assurer la stabilité des prix.

Pour moi ce qui paraît souhaitable c'est une hausse des prix de l'ordre de 2 %. Ce taux devrait être imposé à toute Banque centrale.

Suivant le Traité de Maastricht aucune indication n'est précisée sur l'interprétation à donner à la "*stabilité des prix*". Mais d'après des indications officielles il est admis implicitement par les gouverneurs des onze banques centrales impliquées que la "*stabilité des prix*" du Traité correspond en fait à une hausse moyenne des prix de l'ordre de 2 %. Ici ce taux est fixé par la Banque Centrale Européenne (B.C.E).

2.- P.F.- Qu'est-ce que devient, dans votre système, la sacro-sainte indépendance de la Banque d'émission ?

M.A.- Sur cette question six remarques me paraissent essentielles.

1- Effectivement je considère que la Banque d'émission doit être *indépendante* du pouvoir politique, cette indépendance étant *constitutionnellement* garantie.

Votre expression quelque peu péjorative de "*sacro-sainte indépendance*" ne me paraît pas en l'espèce justifiée.

2- Toutes les études, en particulier quantitatives, que j'ai pu faire au cours de ces cinquante dernières années m'ont convaincu que le réglage du niveau général des prix à partir d'un accroissement régulier de la masse monétaire conduit *effectivement* à un équilibre dynamique stable.

3- La régulation de la dépense globale par l'accroissement de la masse monétaire me paraît fondamentalement préférable au réglage par les taux d'intérêt, ou par une action sur le niveau des salaires. Le rôle du taux d'intérêt doit être d'équilibrer l'épargne et l'investissement. Quant au niveau des salaires il ne peut résulter que du fonctionnement d'ensemble de l'économie.

4- Le système que je propose *diffère* de celui de la BCE par le fait qu'il n'y a plus de création *ex nihilo* incontrôlée par le système bancaire. Toute la monnaie en circulation est constituée par la monnaie de base, c'est-à-dire la monnaie créée par l'Etat.

5- L'objectif fondamental du système proposé est de stabiliser le taux d'expansion de la dépense globale à un taux égal au taux d'expansion du revenu national réel augmenté de 2 %.

Dans ce cas les études économétriques que j'ai faites, d'ailleurs admirablement vérifiées, montrent que toute fluctuation économique est alors rendue impossible, comme je l'ai rappelé dans l'Introduction à la nouvelle édition de mon ouvrage, *Economie et Intérêt*, par les Editions Clément Juglar.

6- Le système que je propose présente un avantage essentiel par rapport à la situation d'aujourd'hui, *c'est de mettre fin à la confusion actuelle entre l'épargne et la monnaie* ; confusion qui s'oppose à tout réglage efficace du niveau des prix par la quantité de monnaie puisqu'aujourd'hui les autorités monétaires ne savent plus très bien ce qu'il faut réellement inclure dans la masse monétaire.

La situation que l'on constate n'a cessé de s'aggraver depuis les années 70.

3.- P.F.- A partir du 2 janvier prochain, onze Etats européens auront remis à la Banque centrale européenne (BCE) le soin de battre monnaie pour eux. Vos propositions impliquent-elles de mettre fin à cette aventure ?

M.A.- Ce n'est pas là une question à laquelle on peut répondre par oui ou par non.

1- Fondamentalement je pense qu'à terme le *Marché Commun* doit aboutir à une monnaie européenne.

Mais je considère que la création d'une monnaie unique doit être subordonnée à la création préalable d'une Union Politique sur la base d'une *Charte Confédérale*, qui en précise à la fois les principes et l'extension géographique, comme je l'ai suggéré dans mon article du Figaro du 12 novembre 1998.

2- Dans l'immédiat la France ne saurait abandonner sa monnaie nationale *dans des conditions politiquement non précisées* parce qu'alors elle se trouverait désarmée devant toute dérive de l'Union Européenne.

Il est hors de doute que toute politique de la "*chaise vide*", voire à la limite la possibilité de faire sécession, serait rendue extrêmement difficile, une fois qu'une monnaie européenne, l'euro, se serait totalement substituée à la monnaie nationale.

Je crois devoir souligner ici que pendant toute la période transitoire, c'est-à-dire jusqu'en 2002, les monnaies nationales restent en circulation.

3- Pour cette raison il me paraît éminemment souhaitable que la période de transition soit provisoirement étendue en maintenant la coexistence de l'euro, en tant que monnaie de compte, et des monnaies nationales, en tant que monnaies circulantes, *aussi longtemps que les institutions politiques de l'Union Européenne n'auront pas été clairement précisées et approuvées par référendum.*

4- En fait, mes propositions impliquent la suspension du processus d'intégration monétaire de l'Union Européenne en application du Traité de Maastricht. Elles impliquent effectivement de maîtriser une "*entreprise aventureuse*" qui à terme ne pourrait

mener qu'à la destruction non seulement de la société française mais également de la construction européenne elle-même.

4.- P.F.- *Pour éviter les errements actuels du mécanisme du crédit, vous prônez la division en trois compartiments étanches des activités exercées par les banquiers. En clair, vous leur demandez d'abandonner le casino pour reprendre les missions plus austères traditionnellement dévolues à leur métier. Comment y arriver ?*

M.A.- La mise en place d'un système incluant à la fois des banques de dépôts, des banques de prêts, et des banques d'affaires, comme je l'ai préconisé dans mon troisième article du Figaro, ne saurait présenter aucune difficulté dès lors que l'on en aurait la volonté politique effective.

5.- P.F.- *Est-ce réaliste d'estimer possible une telle reconversion aussi longtemps qu'une crise plus violente que toutes celles qui se sont encore produites n'aura pas secoué la profession dans ses fondements ?*

M.A.- Tôt ou tard de nouvelles crises, de plus en plus violentes, surviendront tant que les structures monétaires et financières seront maintenues dans leurs principes actuels.

En fait, tous les éléments d'information sont actuellement disponibles pour des réformes raisonnables et efficaces. La raison voudrait que l'on n'attende pas les yeux fermés quelque catastrophe qui mettrait en cause, n'en doutons pas, la survie des sociétés démocratiques et libérales.

Il est possible que mes propositions puissent être considérées dans l'immédiat comme irréalistes. Mais est-il donc réaliste d'attendre un effondrement catastrophique pour agir et mettre fin à un système aussi irréaliste que nuisible.

6.- P.F.- Est-ce réaliste d'envisager, comme vous le faites, une interdiction totale faite aux banques de dépôts d'accorder des découverts à leurs clients ? Innombrables sont aujourd'hui les entreprises qui ne survivraient pas à un tel régime. Votre réforme ne suppose-t-elle pas leur recapitalisation sur une grande échelle ? Comment ? Par quoi faut-il commencer ?

M.A.- Votre objection ne vaut que dans le cadre du système actuel. Dans le cadre du système que je propose les entreprises pourront toujours obtenir des prêts à court terme. Elles les obtiendront auprès des banques de prêts.

En fait, la concurrence des banques de prêts amènerait une situation bien plus favorable pour les petites et moyennes entreprises, alors que dans la situation actuelle les crédits accordés par les banques sont bien plus libéralement accordés aux grandes entreprises en raison des relations personnelles des dirigeants de ces entreprises avec les dirigeants des banques.

P.F.- Mais, depuis déjà un certain nombre d'années, les grandes entreprises font de moins en moins appel au crédit bancaire. Elles empruntent directement sur le marché, à l'américaine. Entendez-vous revenir sur ce mouvement dit de "désintermédiation" ?

M.A.- C'est là une question de sémantique.

Naturellement les entreprises pourront financer leurs activités soit auprès des banques de prêts, soit auprès des banques d'investissement, soit directement auprès du public.

Ici la désintermédiation est totale puisque les banques de dépôts ne peuvent plus accorder des crédits.

7.- P.F.- Vous estimez qu'il serait bon de se fixer un objectif d'environ 2 % d'inflation annuelle. Mais aujourd'hui, les liquidités créées par les banques dans les conditions que vous avez décrites ne font pas bouger l'indice des prix : elles se dirigent vers les marchés financiers. Pourquoi le même phénomène ne pourrait-il pas se produire avec l'argent émis par

L'Etat ? Pourquoi ne verrait-on pas avec le nouveau système croître chaque année de 2 % le déficit public, et les emprunts du Trésor pour le financer ?

M.A.- Qu'en est-il exactement ?

- Quel que soit le système la tendance sera toujours pour l'Etat de dépenser plus que les recettes correspondant aux impôts qu'il perçoit.

Dans le cadre du système que je propose et s'il y a un déficit budgétaire, le Trésor pourra emprunter, soit directement auprès du public, soit auprès des banques de prêts. Il en résulterait qu'effectivement le pouvoir d'achat correspondant sera distrait du système productif. *Mais il en est de même quel que soit le système.*

- Quant aux spéculateurs ils pourraient effectivement emprunter à court terme auprès des banques de prêts, mais alors ils devraient payer les intérêts correspondants, ce qui freinerait d'autant la spéculation.

Je rappelle qu'actuellement lorsque les banques jouent pour leur propre compte, elles peuvent le faire avec des promesses de payer sans aucune contrepartie, c'est-à-dire par une création de pouvoir d'achat *ex-nihilo*.

P.F.- Voulez-vous préciser à nos lecteurs comment, concrètement, les choses se passent-elles pour qu'il en soit effectivement ainsi ?

M.A.- C'est très simple. Les ordres d'achat et de vente de devises sont donnés verbalement d'une place à l'autre, d'une banque à l'autre, sans aucun versement que ce soit. Un ordre d'achat par exemple est exécuté avec une simple promesse de payer, sans aucun débours de la banque.

J'ai eu l'occasion de rencontrer il y a quelques années le responsable des spéculations sur les changes d'une très grande banque américaine. Il pouvait engager sa banque jusqu'à un montant de huit cent millions de dollars sans aucun versement effectif.

8.- P.F.-*Votre réforme permettrait, dites-vous, d'attribuer à l'Etat la totalité des gains provenant de la création monétaire (ce que les anglo-saxons appellent le droit de "seigniorage"). Nos lecteurs vous seraient reconnaissants de leur expliquer la genèse de ce bénéfice ?*

M.A.- Quels sont effectivement les gains provenant de la création monétaire ?

1- Pour bien réaliser ce que représentent les gains provenant de la création monétaire par le mécanisme du crédit, supposons que cette création soit effectuée par une association de faux-monnayeurs.

Quant aux implications économiques il n'y aurait rien de changé par rapport à la situation actuelle. Les effets sur l'économie seraient exactement *les mêmes*, si ce n'est que les bénéficiaires de la création de monnaie seraient les membres de l'association des faux-monnayeurs.

2- Dans la situation actuelle les gains correspondant à la création monétaire sont répartis entre l'Etat (représenté par la Banque Centrale émettrice de la monnaie de base) et les banques pour la plus grande partie, au moins les neuf-dixièmes.

La concurrence des banques pour attirer les dépôts sans lesquels elles ne peuvent créer de nouveaux moyens de paiement les amène à donner à leurs clients des avantages de toutes sortes, notamment des taux d'intérêt sur les dépôts à temps et la tenue gratuite de leurs comptes. Par là même les bénéficiaires de la création de monnaie se trouvent répartis entre une foule de parties prenantes qui ne réalisent même pas les avantages dont elles bénéficient.

3- En tout cas fournir gratuitement des services qui ont un coût fausse complètement les calculs économiques dont dépend l'efficacité de l'économie de marchés.

4- En fait, il s'agit de sommes considérables. Lors de ma dernière estimation dans mon ouvrage "*Pour la Réforme de la Fiscalité*" de 1990, le gain correspon-

dant à la création monétaire et échappant à la collectivité représentait à peu près le produit de l'impôt progressif sur le revenu.

Dans le système que je propose il est facile de calculer ce que représenterait le gain pour l'Etat, c'est-à-dire pour la collectivité, résultant de la création de la totalité de la masse monétaire.

En situation normale le rapport M / R de la masse monétaire au revenu national est de l'ordre de 50 à 75 %. Avec un taux d'accroissement de x % du revenu national réel et d'un taux de hausse des prix de 2 %, la création monétaire représenterait alors un pourcentage du revenu national de : $(M / R) (x + 2 \%)$.

En prenant pour x la valeur modérée de 2,5 % et une valeur M / R de l'ordre de 0,6 , on arrive pour la création monétaire à un pourcentage de l'ordre de 3 % du revenu national. (Sur toutes ces estimations voir mon ouvrage de 1990, *Pour la Réforme de la Fiscalité*, Editions Clément Juglar, p. 44-45).

A l'heure actuelle l'impôt progressif sur le revenu représente en France un pourcentage d'environ 4 % du revenu national.

P.F. - Pourriez-vous préciser en quoi consiste exactement les gains correspondant à la création monétaire. Faut-il comprendre qu'en ce qui concerne l'émission supplémentaire de billets pendant l'année, le gain revenant à l'Etat est égal au montant de ces billets, moins le coût, tout-à-fait négligeable, de leur impression et de leur mise en circulation ?

M.A.- Dans la situation actuelle le gain total correspondant à la création monétaire est égal au total de la création de monnaie de base et de l'augmentation de la monnaie scripturale.

Pour l'Etat la monnaie de base comprend à la fois les billets et les pièces en circulation, les dépôts dans les chèques postaux, et les comptes créditeurs auprès du Trésor et de la Banque de France.

C

UNE INDEXATION GENERALISEE

1.- P.F.- *Nous sommes confrontés à l'inanité de tout calcul économique à cause du manque de visibilité. Pour y remédier, vous plaidez sans relâche pour l'indexation sur l'indice des prix à la consommation de tous les contrats à effet durable, y compris les salaires. Pourriez-vous préciser ce que vous considérez comme un programme minimum dans ce domaine ?*

M.A.- Il n'y a pas de programme minimum concevable. Si on adopte mes propositions *tous* les contrats sur l'avenir *d'une durée de plus d'un an* doivent être indexés sur le niveau des prix.

Pour les salaires les contrats de salaires indexés ne seraient valables que pour une durée déterminée. Mais cette stipulation ne serait valable que pour les salaires indexés. Pour l'emploi proprement dit il s'agirait en principe d'emploi "*à durée indéterminée*".

Une indexation à durée indéterminée pourrait mener à des rigidités *réellement insupportables* pour les entreprises.

2.- P.F.- *Votre programme minimum englobe pratiquement tous les engagements sur l'avenir. Les expériences historiques n'ont guère été heu reuses dans ce domaine. N'y a-t-il pas risque de blocage du système financier et d'inflation monétaire (l'indexation servant d'alibi) ?*

M.A. - Quelques remarques me paraissent essentielles.

1- Les expériences historiques dont vous parlez et sur lesquelles on s'appuie généralement sont les expériences d'indexation dans les pays d'Amérique latine.

Dans ce cas il y a une *erreur totale d'interprétation*. Les inflations que l'on a constatées n'ont pas résulté de l'indexation. Elles ont résulté tout simplement du décalage entre les recettes et les dépenses de l'Etat en temps d'inflation. Si le taux de

l'inflation est égal à p % et si le décalage entre les revenus imposés R et la date de perception des impôts correspondants est par exemple de six mois, les dépenses de l'Etat seront supérieures à ses recettes de $(pR / 2)$ % où p est le taux de hausse des prix.

Si l'Etat ne veut ou ne peut emprunter, il n'a alors d'autre choix que de combler l'écart entre ses dépenses et ses recettes par la création monétaire, c'est-à-dire suivant l'expression consacrée par "*la planche à billets*", ce qui entraîne inévitablement l'inflation.

2- Ce phénomène est particulièrement bien marqué dans le cas des sept grandes hyper-inflations qui ont suivi la première et la deuxième guerre mondiale et que j'ai analysées de manière approfondie.

Ces hyper-inflations ont résulté *entièrement* du décalage entre la perception des impôts et les revenus antérieurs sur lesquels ils avaient été établis.

3- Avec le système que je propose l'Etat ne peut plus recourir à une création monétaire supplémentaire pour financer l'excès de ses dépenses sur ses impôts majorés des revenus provenant de la création monétaire. Il n'a pas d'autre possibilité que d'emprunter.

4- Ici encore, on constate que la méconnaissance des faits résulte d'une ignorance totale de leur mécanisme et des prétendues "*vérités établies*" enseignées un peu partout.

3.- P.F.- La méthode moderne qui permet aux Etats d'accumuler leur endettement est de rembourser les emprunts échus au moyen de nouveaux emprunts et cela grâce à la confiance dans le franc ... En quoi l'indexation serait-elle un obstacle à ce procédé ? Et, en permettant à l'Etat d'emprunter à bas taux d'intérêt, ne favoriserait-elle pas subrepticement la politique du déficit ?

M.A.- Y aurait-il donc un encouragement pour l'Etat à pratiquer une politique de déficit ?

1- Si vous considérez ma réponse à votre question précédente il n'y aurait en aucune façon un encouragement pour l'Etat à pratiquer une politique de déficit, puisque tout déficit devrait être financé par l'emprunt.

2- En ce qui concerne la politique de l'Etat il faut naturellement distinguer entre le financement des dépenses courantes et le financement d'investissements productifs qu'il convient naturellement de répartir sur plusieurs années par l'emprunt.

4.- P.F.- Pour faciliter l'indexation des salaires, vous estimez qu'il serait utile de le décomposer en trois éléments. Pourriez-vous expliquer à nos lecteurs vos idées dans ce domaine ?

M.A.- En quoi consiste la politique des salaires que je propose ?

1- Cè que je propose c'est une décomposition du salaire en trois éléments :

- un élément indexé sur le niveau des prix ;
- un élément correspondant aux gains de productivité du salarié considéré dans le secteur de l'entreprise où il travaille ;
- un élément variant avec le revenu global de l'entreprise, *positif* si l'entreprise est en gains, *négatif* si elle est en déficit.

2- L'argument présenté généralement à l'encontre de l'indexation des salaires est que l'indexation des salaires entraîne une rigidité qui peut devenir incompatible avec les résultats de l'entreprise.

Avec le système que je propose cette objection n'est plus valable, car la partie indexée du salaire pourrait être éventuellement révisée après une période déterminée, par exemple trois ou quatre ans, sans que d'ailleurs la stabilité de l'emploi puisse être mise en cause.

3- Au total, et de toute évidence, la réforme que je propose éviterait bien des conflits sociaux.

5.- P.F. - Dans votre esprit, l'indexation sur l'indice des prix de tous les contrats à effet durable aurait pour effet de créer implicitement une unité de compte à valeur stable, à côté d'une monnaie perdant idéalement 2 % de son pouvoir d'achat par an. Ni la référence à l'unité de compte ni une pareille dualité ne sont forcément accessibles aux esprits profanes. Pourriez-vous les aider à s'y retrouver ?

M.A.- Quelques remarques me paraissent essentielles.

1- Il convient tout d'abord de clarifier votre question. Il ne s'agit pas d'une monnaie circulante perdant *idéalement* 2 % de pouvoir d'achat par an. Il s'agit d'une monnaie circulante perdant *réellement* 2 % environ de son pouvoir d'achat par an.

Comme je l'ai déjà indiqué, toutes les études que j'ai faites conduisent en effet à la conclusion qu'un accroissement de la masse monétaire à un taux égal au taux de croissance du revenu réel augmenté de 2 % conduit effectivement à un taux d'accroissement du niveau des prix de l'ordre de 2 %.

2- Le fait est qu'une indexation de tous les engagements sur l'avenir sur l'indice des prix *équivaldrait* pour tous les calculs économiques à l'utilisation d'une unité de compte correspondant à la valeur du panier de provisions considéré pour le calcul de l'indice des prix.

3- Pour le profane il ne saurait y avoir aucune difficulté. Tous les engagements sur l'avenir seraient indexés sur l'indice des prix.

Le public y est déjà habitué, puisque par exemple les retraites sont actuellement indexées sur le niveau des prix et qu'une grande partie des loyers sont indexés sur le coût de la construction.

4- Au total l'indexation générale de tous les engagements sur l'avenir ne présenterait aucune difficulté que ce soit.

Rien notamment de comparable avec les difficultés soulevées par le passage projeté du franc à l'euro en 2002. Ces difficultés sont *tout à fait majeures* puisque les billets et pièces nationales seront rempla-

cés par des billets et pièces stipulés en euros, *les taux de conversion de chaque monnaie nationale en euros correspondant à des chiffres avec au moins deux décimales*. Ces difficultés sont incomparablement plus grandes que celles correspondant à l'indexation généralisée de tous les contrats d'une durée de plus d'un an.

D

UNE BOURSE RENOVEE

1.- P.F.- Les bourses modernes ne sont plus que de vastes casinos grâce à la faculté donnée aux spéculateurs, selon l'expressive formule qui vous est chère, d'"acheter sans payer et de vendre sans détenir". Les réformes radicales que vous préconisez dans l'économie du crédit visent à supprimer ces pratiques. Quels seraient les principaux changements qui en résulteraient pour le fonctionnement de la bourse ?

M.A. - Au regard de l'ensemble des mesures préconisées par la réforme du crédit, la réforme de l'indexation, et la réforme des marchés boursiers, le changement essentiel consisterait à assainir les marchés boursiers et à les rendre conformes aux principes généraux de l'économie de marchés.

Seuls interviendraient sur les marchés boursiers les épargnants, et le jeu des offres et des demandes ne serait plus faussé comme aujourd'hui par la spéculation permise et financée par la création de pouvoir d'achat *ex-nihilo* par le système bancaire.

2.- P.F.- Une de ces conséquences ne seraient-elles pas aussi d'éliminer les opérations sur produits dérivés ? Vos lecteurs vous seraient très reconnaissants si vous en fournissiez une définition la moins technique possible. Quelle différence y a-t-il entre la spéculation - stabilisatrice - sur les marchés à terme traditionnels et la spéculation moderne - essentiellement déstabilisatrice - sur les futures ? Qu'est-ce qu'un hedge-fund ?

M.A.- Pourquoi donc éliminer les spéculations sur produits dérivés ?

1- Initialement les marchés à terme sur les matières premières et sur les changes étaient *fondamentalement utiles* pour un fonctionnement correct de l'économie de marchés.

Si on considère par exemple les pays producteurs de matières premières les marchés à terme pouvaient pleinement les prémunir contre les variations ultérieures des prix de ces matières premières.

De même un industriel exportateur dans un pays donné pouvait se prémunir contre les variations du change par une opération à terme sur les changes.

Ces marchés à terme étaient incontestablement utiles pour un fonctionnement correct de l'économie de marchés, les risques encourus par les producteurs étant reportés sur les opérateurs trouvant avantage à courir ces risques au regard de leurs prévisions sur l'évolution des prix dans le futur.

2- Aujourd'hui ces marchés à terme très utiles, et à vrai dire indispensables, *sont pervertis* par une spéculation massive facilitée par la création de pouvoir d'achat *ex-nihilo* par le système bancaire. Les transactions sur certains marchés, purement spéculatives, peuvent porter sur des montants dix à vingt fois plus élevés que ceux correspondant aux produc-

tions physiques qui leur servent de base. *L'incertitude sur l'avenir se trouve ainsi artificiellement accrue.*

3- Les opérations sur produits dérivés sont d'une toute autre nature. Les produits dérivés ne portent généralement pas sur des biens réels, mais sur des prévisions sur tels ou tels indices représentatifs de l'évolution future des économies.

4- La spéculation sur les produits dérivés est en tout point comparable à ce que sont les spéculations sur les jeux de course, ou les spéculations sur les loteries.

La seule différence, et cette différence est capitale, c'est que la spéculation sur les courses de chevaux ou l'achat des billets de loterie n'ont aucune incidence sur la psychologie économique collective.

Par contre il en est tout à fait différemment de l'incidence psychologique de la spéculation sur les produits dérivés. Cette spéculation est en effet financée par des emprunts à court terme et elle se fonde

essentiellement sur une hypothèse, c'est qu'à l'échéance des contrats les contreparties seront effectivement solvables.

Si les contreparties ne sont pas solvables les opérateurs *peuvent perdre des sommes considérables mettant en cause la stabilité des banques.*

5- Un "*hedge-fund*" est généralement et essentiellement un fonds d'arbitrage entre différents placements à terme sur des produits dérivés.

Si les modèles sur lesquels ils se fondent reposent sur des hypothèses vraisemblables ils peuvent effectivement rapporter des gains très importants à condition de porter sur des sommes considérables.

Mais tous ces modèles, quels qu'ils soient, reposent sur une hypothèse tout à fait essentielle : à l'échéance des contrats les contreparties seront effectivement solvables. *Or ce risque, quelle que soit la stratégie utilisée, ne peut être éliminé.*

6- Les dépôts de garantie correspondant à ces opérations peuvent être très faibles, de l'ordre de 1 à 10 % du montant des transactions, d'où une amplification (dite effet de levier) considérable.

On peut ainsi jouer des sommes considérables avec un capital propre relativement réduit. Les gains peuvent être énormes, mais les risques courus sont *tout aussi considérables*.

Le danger est que de grandes banques prennent des positions sur les produits dérivés. Si elles perdent, les pertes sont considérables *et elles compromettent la sécurité des déposants*.

7- Au total la presque totalité des opérations sur les produits dérivés sont *purement spéculatives*. Elles n'offrent réellement aucun avantage pour l'économie et elles ne peuvent que compromettre sa stabilité. *De toute évidence ces spéculations doivent être interdites*.

3.- P.F.- *Une des réformes auxquelles vous tenez le plus, est aux antipodes des conceptions actuelles sur ce que doit être un "marché modernisé". Elle consisterait à substituer à la méthode désormais introduite partout (sur le modèle américain) de la cotation continue une seule cotation par jour. Quel avantage décisif celle-ci présenterait-elle par rapport à celle-là ?*

M.A.- L'avantage d'une seule cotation par jour sur la cotation continue est éclatant. Tout d'abord, plus un marché est large, et plus le cours qui assure l'équilibre des offres et des demandes est significatif. En second lieu, la cotation continue des cours permet toutes les manipulations et elle permet toutes les opérations déshonnêtes des intermédiaires.

La cotation continue des cours n'a qu'un seul résultat : tromper et spolier les épargnants.

La réforme que je propose ici, comme toutes les autres, a un fondement éthique tout à fait essentiel : introduire l'honnêteté dans le fonctionnement des marchés.

P.F.- *Cela veut-il dire par exemple que les professionnels peuvent profiter des heures creuses d'une journée pour distiller des informations ou pour passer des ordres susceptibles de provoquer de fortes variations de cours précisément à cause du faible volume des transactions à ce moment là ?*

M.A.- Certainement. Le système actuel se prête à toutes les manipulations. Des achats ou des ventes relativement importantes dans la dernière demi-heure peuvent fausser complètement les cours et inciter les opérateurs à des décisions erronées.

E

LA FIN DES CHANGES FLOTTANTS

1.- P.F.- *Traditionnellement, on expliquait que le régime des changes flottants, dont vous réclamez la suppression "totale", était inévitablement le régime des monnaies devenues inconvertibles en la monnaie-marchandise choisie pour étalon, l'or par exemple. Toute la question n'est-elle pas de savoir si on peut rétablir, mais sans étalon, le système appelé de vos vœux de taux de change fixes mais révisables, étant entendu que si les révisions étaient trop fréquentes, on serait en présence d'une version déguisée de changes flottants ?*

M.A.- Votre question appelle quelques remarques tout à fait essentielles.

1- L'objection présentée n'est pas dépourvue de justification dans le cas de la situation actuelle. Il est hors de doute que le maintien d'un taux de change irréaliste peut devenir intenable si une spéculation massive alimentée par une création de moyens de paiement *ex nihilo* peut se déclencher.

2- Aux lendemains de la guerre, les accords de Bretton-Woods avaient établi un tel système, et ils s'étaient fondés sur les dévaluations en chaîne qui s'étaient constatées lors de la Grande Dépression après la dévaluation de la livre sterling en 1931. En fait, en 1936, les taux de change respectifs des différentes monnaies s'étaient finalement rétablis à des valeurs voisines de celles qu'ils avaient eu avant 1929.

Il est hors de doute que le système de Bretton-Woods n'était applicable que dans la mesure où les différents Etats pratiquaient des politiques monétaires comparables. Il est certain par contre que si les différentes économies pratiquent des politiques monétaires laxistes le système de Bretton-Woods est inapplicable.

Je dois rappeler ici que le système de Bretton-Woods a été abandonné, non pas en raison de son inapplicabilité intrinsèque, mais en raison du fait que dans le cadre du système de l'étalon de change or de l'époque les Etats-Unis se sont obstinés pendant des années à maintenir une parité *tout à fait irréaliste* de l'or de 35 dollars l'once.

3- En fait, avec le système que je propose tout est différent. Considérons en effet des pays pratiquant effectivement des politiques respectant les principes des réformes proposées du crédit avec des expansions monétaires assurant des taux de croissance des prix de l'ordre de 2 %.

Dans ce cadre les taux de change prendraient rapidement leurs valeurs d'équilibre et un système de taux de change fixes, mais éventuellement révisables, deviendrait parfaitement possible.

En tout état de cause, et comme l'a justement souligné John Maynard Keynes en 1924 dans "*La Réforme Monétaire*" : "*Si les changes ne sont pas équilibrés par des moyens politiques, ils ne se stabiliseront jamais d'eux-mêmes*".

4- Au total, les objections présentées contre un système de taux de change fixes, mais éventuellement révisables, ne valent que dans le cadre du système actuel et ils ne valent en aucune façon dans le cadre du système que je propose.

Dans le cadre actuel les pays peuvent pratiquer des politiques monétaires laxistes. Ils peuvent financer leurs déficits par la création monétaire. Une spéculation massive peut alors se déchaîner sans risque avec des moyens de paiement massifs créés *ex nihilo*.

Aucune de ces conditions n'est réalisée dans le cadre du système proposé.

5- Je rappelle que la justification théorique du système des taux de change flottants, savoir que les taux de change s'établissent automatiquement à leurs valeurs d'équilibre *ne vaut que si les flux monétaires ne correspondent qu'aux transactions sur les biens réels*. Mais, en fait, cette condition n'est nullement réalisée dès lors que dans les balances des paiements interviennent des mouvements massifs de capitaux à court terme rendant impossible toute régulation des taux de change.

2.- P.F.- *Mais si les taux de change restent "révisables", est-il réaliste, comme vous le faites, de demander l'interdiction, pour les grandes banques et les grandes sociétés, de spéculer pour leur propre compte sur les changes ?*

M.A.- Qu'est-ce donc que le réalisme ?

1- Le système que je propose forme un tout dont toutes les parties sont complémentaires. *Elles peuvent être appliquées isolément, mais elles se renforcent les unes les autres.*

L'objection présentée n'est valable que dans le cadre du système actuel.

En tout état de cause *le rôle fondamental des banques n'est pas de spéculer.*

2- Dans le cadre du système proposé les banques se classent en trois catégories différentes : - les banques de dépôts assurant les paiements et les encaissements de leurs clients sans aucune création de monnaie *ex nihilo* ; - les banques de prêts finançant leurs

prêts avec des fonds empruntés à des termes plus longs ; - enfin des banques d'affaires finançant directement des investissements avec leurs fonds propres ou avec des fonds empruntés directement auprès du public ou auprès des banques de prêts.

Dans ce cadre il est totalement impossible pour les banques, quelles qu'elles soient, de spéculer avec des moyens de paiement créés *ex nihilo*.

3- En tout cas aucune spéculation sur les changes ne pourrait devenir avantageuse dès lors que les pays considérés pratiqueraient des expansions monétaires assurant des taux de hausse des prix de l'ordre de 2 %.

3.- P.F.- Aujourd'hui les économistes expliquent le déficit chronique de la balance des paiements des Etats-Unis par l'insuffisance d'épargne des Américains. Hommes politiques et experts officiels font le silence sur une autre théorie à ma connaissance jamais réfutée et selon laquelle ce phénomène serait lié au rôle de monnaie de réserve joué par le dollar. Quelle est votre position sur cette question ?

M.A.- La question de toute évidence est extrêmement complexe.

1- Fondamentalement je pense avec vous que le facteur permanent qui depuis la Seconde Guerre mondiale explique le déficit systématique de la balance des paiements des Etats-Unis est *le besoin des autres pays de se constituer des liquidités en dollars*. Le dollar sert en effet de monnaie internationale.

En fait, ce que l'on constate, c'est que les réserves de change en dollars des pays extérieurs aux Etats-Unis sont constituées pour partie par des obligations à court terme du Trésor américain rapportant un intérêt.

Cette situation est très comparable à celle d'un particulier dont les dépenses excèderaient les revenus et qui financerait la différence par un endettement sans cesse croissant. La seule différence c'est que dans le cas des Etats-Unis le créancier est en quelque sorte obligé de faire crédit pour se procurer des réserves de change en dollars.

2- *A ce facteur s'ajoute incontestablement l'insuffisance d'épargne aux Etats-Unis. Ce facteur est évidemment complémentaire du précédent.*

3- Un troisième facteur correspond aux placements en dollars effectués par les ressortissants d'un très grand nombre de pays, notamment en Amérique latine, *pour se prémunir contre les risques économiques et politiques de leurs pays.*

4- Enfin à ces trois facteurs se surajoute la situation conjoncturelle mondiale qui influe notamment sur les trois facteurs précédents et qui peut expliquer les fluctuations très importantes du déficit de la balance des paiements américain au cours des années.

4.- P.F. - Une autre réforme par vous préconisée est la fusion de l'Organisation mondiale du commerce avec le Fonds monétaire. Mais le FMI est un ardent avocat de la mondialisation tous azimuts. Le libre échange étendu à toute la planète et que vous considérez, vous libéral, comme néfaste, ne risquerait-il pas d'être renforcé par cette intégration ?

M.A.- Qu'en est-il donc ?

1- *Il est impossible de dissocier les objectifs de l'OMC des objectifs du FMI puisque les échanges de biens réels sont dominés par les cours des changes, et qu'échanges et taux de change sont indissociables.*

Il résulte de là que fondamentalement des accords sur des droits de douane par exemple n'ont de sens qu'au regard des taux de change.

2- Vous dites que le FMI est un ardent avocat de la mondialisation tous azimuts. Mais il en est de même de l'OMC.

En fait les convictions des dirigeants du FMI et de l'OMC, quelles qu'elles soient, n'ont rien à faire avec la politique qu'il faudrait mettre en œuvre dès lors que ces convictions ne seraient pas fondamentalement justifiées.

3- Le danger que vous signalez est nul. Il ne saurait être renforcé en effet par la fusion des deux organismes. En fait, il ne pourrait qu'être affaibli puisque les problèmes à résoudre deviendraient *bien plus clairs*.

REFERENCES *

1.- DYNAMIQUE MONETAIRE

- 1954 *Explication des Cycles Economiques par un Modèle non Linéaire à Régulation Retardée*
 Communication au Congrès Européen de la Société d'Econométrie, Uppsala, 4 août 1954.
Metroeconomica, Vol. VIII, avril 1956, Fascicule I, pp. 4-83.
- 1955 *Explication des Cycles Economiques par un Modèle non Linéaire à Régulation Retardée, Mémoire complémentaire*
 Communication au Colloque International sur la Dynamique de Paris, mai 1955.
 Mémoire publié dans le volume collectif : *Les Modèles Dynamiques en Econométrie*, Collection des Colloques Internationaux, Centre National de la Recherche Scientifique, Vol. LXII, Paris, 1956, pp. 259-308.

(*) Ces références se bornent aux textes essentiels. Pour une bibliographie plus étendue voir l'*Introduction* à la Troisième Edition de 1998 d'*Economie et Intérêt* (1947), p. 247-253 et 262.

- 1965 *Reformulation de la Théorie Quantitative de la Monnaie*
Editions SEDEIS (205 Bld Saint-Germain, Paris 7^e), in-4°, septembre 1965, 186 p.
- 1967 *Théorie Générale de la Dynamique Monétaire*
Centre d'Analyse Economique, E.N.S.M.P., 27 p.
- 1968 *Growth and Inflation*
American Bankers Association, Conference of University Monetary Economists, Ditchley Park, 10-13 septembre 1968.
Journal of Money, Credit and Banking, août 1969, pp. 355-426, et 441-462.
- 1968 *Monnaie et Développement*
Centre d'Analyse Economique, Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris, Fascicules I, II, et III, 208, 189, et 119 p.
- 1970 *Les Conditions Monétaires du Développement Economique*
Université de Paris-X, 1970, Centre d'Analyse Economique, Fascicules I, II, III et V, 75, 80, 80, et 80 p.
- 1972 *Forgetfulness and Interest*
Journal of Money, Credit and Banking, février 1972, pp. 40-71.
(correspond à certaines parties seulement de Allais, 1968, *Oubli et Intérêt*)
- 1974 *The Psychological Rate of Interest*
Journal of Money, Credit and Banking, août 1974, pp. 285-331.

- 1976 *Taux d'expansion de la Dépense globale et Vitesse de circulation de la Monnaie*
Contribution à l'ouvrage collectif : *Mélanges offerts à Henri Guitton*, Dalloz-Sirey, 1976, pp. 121-155.
- 1984 *A New Empirical Approach of the Hereditary and Relativistic Theory of the Demand for Money*
Dans "Articole in Memoria di Tullio Bagiotti"
A. Agnati, D. Cantarelli, et A. Montesano, édit., *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, octobre-novembre 1985, n^{os} 10-11, pp. 905-948.
- 1985 *The Empirical Approaches of the Hereditary and Relativistic Theory of the Demand for Money*
Economia della Scelte Pubbliche, Journal of Public Finance and Public Choice (Fondazione Luigi Einaudi), 1986, pp. 3-83.

2.- CREDIT ET MONNAIE

- 1947 *Economie et Intérêt*
Librairie des Publications Officielles et Imprimerie Nationale.
Deuxième édition, 1998, publiée aux Editions Clément Juglar avec le concours du Ministère de l'Education Nationale, de la Recherche et de la Technologie, avec l'addition d'une *Deuxième Introduction*, p. 11-265.

- 1954 *Les Fondements Comptables de la Macroéconomie - Les Equations Comptables entre Quantités Globales et leurs Applications*
Presses Universitaires de France, Paris, 1954.
Ouvrage publié avec le concours du Centre National de la Recherche Scientifique.
Seconde édition, Presses Universitaires de France, 1993.
- 1967 *Irving Fisher*
International Encyclopædia of the Social Sciences, MacMillan and Free Press, 1968, Vol. 5, pp. 475-485.
- 1968 *Monnaie et Développement*
Centre d'Analyse Economique, E.N.S.M.P., Fascicules I, II, et III, 208, 189 et 119 p.
- 1970 *Les Conditions Monétaires du Développement Economique*
Université de Paris-X, Fascicules I, II, III, et V, 315 p.
- 1973 *Le Concept de Monnaie, la Création de Monnaie et de Pouvoir d'Achat par le Mécanisme du Crédit et ses Implications*
Dans *Fondements de l'analyse monétaire et conjoncturelle*, Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris, (E.N.S.M.P.), Fasc. IV, pp. 1-104.
Des extraits ont été publiés sous le même titre dans l'ouvrage collectif : *Essais en l'honneur de Jean Marchal*, Paris, Cujas, 1975, Vol. 2, La Monnaie, pp. 106-145.

- 1984 *The Credit Mechanism and its Implications*
Contribution à l'ouvrage collectif : *Arrow and the Foundations of the Theory of Economic Policy*, edited by George R. Feiwel, p. 491-561, MacMillan Press, 1987, 758 p.
- 1987 *Les Conditions Monétaires d'une Economie de Marchés. De la Réflexion sur le Passé à la Préparation de l'Avenir*
Monnaie et Développement, Fascicule VII, Centre d'Analyse Economique, E.N.S.M.P., 15 mai 1987.
- 1987 *Les Conditions Monétaires d'une Economie de Marchés - Des Enseignements du Passé aux Réformes de Demain*
Revue d'Economie Politique, 1993, 103(3), mai-juin, pp. 317-368.
Institut islamique de recherches et de formation, Djeddah, 1993, 64 p.

3.- POLITIQUE MONETAIRE

- 1967 *Les Conditions de l'Expansion dans la Stabilité sur le Plan National*
Revue d'Economie Politique, janvier-février 1967, n° 1, pp. 5-31.
- 1967 *Growth without Inflation*
Center for Modern Economics, Rikkyo University, Tokyo, 1968, 86 p.

- 1968 *Monnaie et Développement*
Centre d'Analyse Economique, E.N.S.M.P.,
Fascicules I, II, et III, 205, 189, et 119 p.
- 1974 *L'Inflation française et la Croissance - Mythologies
et Réalité*
Colloque sur l'Inflation, 18 décembre 1974, orga-
nisé par l'Association pour la Liberté Economique
et le Progrès Social (ALEPS), Paris, 1974, 119 p.
- 1976 *Inflation, Répartition des Revenus, et Indexation,
avec référence à l'économie française 1947-1975*
Economies et Sociétés, Tome X, n° 4, p. 677-713.
- 1977 *L'Impôt sur le Capital et la Réforme Monétaire*
Editions Hermann, Paris, 370 p.
Seconde édition, 1988.
- 1987 *Les Conditions Monétaires d'une Economie de
Marchés. De la Réflexion sur le Passé à la
Préparation de l'Avenir*
Monnaie et Développement, Fascicule VII,
Centre d'Analyse Economique, E.N.S.M.P., 15 mai
1987, 93 p.
- 1988 *L'indexation obligatoire de toutes les dettes en va-
leur réelle :*
condition majeure d'efficacité et d'équité
Annales d'Economie Politique, pp. 7-35.

- 1989 *The Economic Science of Today and Global
Disequilibrium - A Critical Analysis of some
Characteristic Features*
International Conference on Global
Disequilibrium. Mc Gill University
in *Global Disequilibrium in the World Economy*,
ed. M. Baldassarri, J. Mc Callum, R. Mundell, p.
25-38, St Martin's Press
- 1990 *Pour l'Indexation*
Editions Clément Juglar, 184 p.
- 1991 *La nécessaire réforme de la Bourse. I. L'instabilité
foncière des marchés boursiers. II. Les innovations
financières au regard de l'expérience*
La Tribune de l'Expansion, 17 et 18 septembre
1991.
- 1991 *La nécessaire réforme des Institutions monétaires
et financières*
Haute Finance, n° 12, pp. 20-25.
- 1993 *Les Conditions Monétaires d'une Economie de
Marchés. Des Enseignements du Passé aux
Réformes de Demain*
Revue d'Economie Politique, 1993 (3), mai-juin,
pp. 317-368.
Institut islamique de recherches et de formation,
Djeddah, 1993, 64 p.

4.- CONSTRUCTION EUROPEENNE

- 1959 *L'Europe Unie, Route de la Prospérité*
Calmann-Lévy, Paris, 1959, 369 p.
Grand Prix de l'Association Française pour la
Communauté Atlantique, 1960.
Egalement classé premier par le Jury du
IX^{ème} Prix Européen Cortina Ulisse en 1959.
- 1966 *Caractéristiques comparées des systèmes de
l'étalon or, des changes à parités libres, et de
l'étalon de change or.*
Etude publiée dans l'ouvrage collectif en
l'honneur de Jacques Rueff, *Les fondements philo-
sophiques des systèmes économiques*. Payot, Paris,
1966, pp. 356-372.
- 1970 *La Libéralisation des Relations Economiques
Internationales. Accords Commerciaux ou
Intégration Economique*
Gauthiers-Villars, Paris, 1971, 195 p.
- 1991 *La Construction Européenne et les Pays de l'Est
dans le Contexte d'Aujourd'hui*
Troisième Symposium Européen de la
Construction, Londres, 3 avril 1991, 243 p.
- 1991 *L'Europe Face à son Avenir - Que Faire ?*
Co-éditions Robert Laffont - Clément Juglar,
310 p.

- 1992 *Erreurs et Impasses de la Construction
Européenne*
Editions Clément Juglar, 122 p.
- 1994 *Combats pour l'Europe, 1992-1994*
Editions Clément Juglar, 530 p.
- 1996 *Ce qui doit arriver arrive. La pensée de Jacques
Rueff et la crise d'aujourd'hui*
*Colloque Jacques Rueff. Leçons pour notre
temps.*
Commissariat Général du Plan. Assemblée
Nationale, 7 novembre 1996.
Economica, 1977, 179 p.
Revue Commentaire, Printemps 1997, Vol. 20,
n° 77, pp. 15-24.
- 1997 *La Libéralisation des Echanges et l'Expérience de
la Communauté Européenne*
Revue des Deux Mondes, septembre 1997, pp. 11-
32.
- 1998 *L'Union Européenne, La Mondialisation et le
Chômage. L'évidence empirique*
Académie des Sciences Morales et Politiques, 23
mars 1998.
- 1999 *L'Union Européenne, La Mondialisation et le
Chômage*
Editions Clément Juglar (en préparation).

Achévé d'imprimer en Février 1999
sur les presses de l'imprimerie PARAGRAPHIC
31240 L'UNION

pour les Editions Clément Juglar
62, avenue de Suffren - 75015 PARIS
Tél. : 01 45 67 58 06

Dépôt légal : Février 1999

La loi du 11 mars 1957 interdit les copies ou reproductions destinées à une utilisation collective. Toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite par quelque procédé que ce soit - photographie, photocopie, microfilm, bande magnétique, disque ou autre -, sans le consentement de l'auteur et de l'éditeur, est illicite et constitue une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code pénal.