

**Jean
Denizet**

**MONNAIE
ET
FINANCEMENT
DANS LES ANNÉES 80**

**SCIENCES
ECONOMIQUES**

Dunod

Jean Denizet

**MONNAIE
ET FINANCEMENT
DANS LES ANNÉES 80**

Essai de théorie dans un cadre
de comptabilité économique

Préface de
Valéry Giscard d'Estaing

SCIENCES
ECONOMIQUES

Dunod

Dans ce livre les chapitres 7, 8 et les chapitres 11 et suivants sont inédits. Par contre les chapitres 1 à 6 et 9 à 10 ont été repris de l'ouvrage *Monnaie et financement* publié en 1967 (3^e édition 1972) dans la collection « Statistique et programmes économiques » dirigée, avec la collaboration du Centre d'Etude des Programmes Economiques, par H. Hierche.

© BORDAS, Paris, 1982
ISBN 2-04-015491-4

“ Toute représentation ou reproduction, intégrale ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur, ou de ses ayants-droit, ou ayants-cause, est illicite (loi du 11 mars 1957, alinéa 1^{er} de l'article 40). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code pénal. La loi du 11 mars 1957 n'autorise, aux termes des alinéas 2 et 3 de l'article 41, que les copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective d'une part, et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration ”

AVANT-PROPOS

Depuis la parution de *Monnaie et financement* tant la politique monétaire que les relations financières ont changé ; de ce fait ce livre contient sept chapitres inédits. En effet, les modifications intervenues depuis 1967 dans la réglementation bancaire, le débat d'idées ouvert à l'occasion des réformes de 1971-1973 exigeaient une rédaction nouvelle. De même le bouleversement du système monétaire international, le développement des marchés d'euro-devises, l'abandon des règles du traité de Bretton-Woods en 1971, l'adoption de changes flottants en 1973, enfin la création du système monétaire européen en 1978 devaient être pris en compte.

En fait *Monnaie et financement dans les années 80* comprend une première partie purement théorique à laquelle volontairement je n'ai rien voulu modifier par rapport à *Monnaie et financement* et une seconde partie à la fois théorique et factuelle qui est, elle, tout à fait nouvelle.

On permettra à l'auteur un mot d'explication sur la première partie. Elle avait été conçue en 1966 comme une tentative de réintroduire la monnaie dans un schéma keynésien. L'auteur ne prétend pas avoir prévu dès cette époque le succès des idées monétaristes. Mais il sentait fortement ce que le keynésisme simplifié, évacuant totalement la monnaie, avait de dangereux ; il appelait en quelque sorte une réaction extrême. Dès lors *Monnaie et financement* tentait de trouver une voie de juste milieu sur le rôle de la monnaie dans l'économie.

Je n'ai pas changé depuis, même si la polémique consécutive au succès du monétarisme m'a conduit à souligner le rôle de la monnaie comme mode de communication, comme moyen d'expression des forces sociales. Elle traduit trop les luttes pour le partage du revenu pour qu'elle puisse être considérée comme cet instrument docile entre les mains des autorités monétaires qu'elle est pour l'école de Chicago.

Les résultats récemment obtenus en matière de désinflation aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon et même au Royaume-Uni, ne contredisent pas cette thèse. Tous ont été précédés par des réductions sévères du taux de croissance des revenus nominaux. Ce ne sont pas des succès du monétarisme, ce sont des succès de la raison chez les partenaires sociaux, de leur sens de la responsabi-

lité dans les négociations salariales. C'est aussi la conséquence, qu'il faut espérer durable, du plafonnement, puis de la baisse, des prix du pétrole. La désinflation ne durera que si les partenaires sociaux et les producteurs de pétrole sont profondément convaincus qu'ils n'ont rien à gagner durablement à l'indexation automatique sur les prix à la consommation. Celle-ci produit inexorablement inflation de prix, déflation d'activité, avec comme conséquence le chômage des hommes d'un côté et des puits de pétrole de l'autre. L'indexation, c'est l'acceptation de l'inflation et d'une inflation de plus en plus rapide.

Peut-être faut-il aussi que la monnaie internationale, elle au moins, retrouve partiellement une base métallique.

C'est une idée que M. Giscard d'Estaing avait soulignée dans la préface qu'il avait bien voulu donner à la première édition de *Monnaie et financement*, préface trop indulgente mais qui fit beaucoup pour le succès du livre.

Une réédition, même profondément renouvelée était pour les éditions Dunod et pour moi-même impensable sans qu'y figure la préface de l'ancien Président de la République à l'édition de 1967.

Jean DENIZET

Août 82

« *Monnaie et financement*
dans les années 80 »

PRÉFACE

Depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, aucun pays industriel n'a réussi à conserver à la fois le plein emploi et la stabilité monétaire, sauf pendant des périodes relativement courtes. Au cours de ces vingt dernières années, le problème économique majeur a été celui de l'inflation.

Il n'en a pas été toujours ainsi et il n'en sera pas toujours ainsi. Le XIX^e siècle a peu connu les hausses de prix et a souffert bien davantage de crises, c'est-à-dire de cycles dépressifs prononcés. Les années 1930 ont montré quel désastre mondial, générateur des désordres sociaux qui ont facilité la montée des régimes totalitaires, peut entraîner une crise généralisée et profonde. Aujourd'hui même, les préoccupations sur la conjoncture sont, dans l'ensemble de l'Europe, à nouveau influencées par la crainte du chômage.

L'expérience montre, qu'en face de ces problèmes permanents, l'homme s'est souvent abusé ou trompé.

Ce ne sont pas les défaillances de la volonté, dans l'opinion et dans les gouvernements, qui ont été en définitive déterminantes. Je crois qu'il est plus facile qu'on ne le pense généralement de mobiliser l'opinion dans la lutte contre l'inflation ou contre le chômage.

La véritable défaillance n'est pas celle de la volonté, c'est celle du savoir. La crise de 1930 n'a pas été prévue, et elle a laissé longtemps les hommes d'Etat paralysés et impuissants parce que la théorie économique de l'époque n'enseignait pas les moyens d'y remédier. On se souvient que certains économistes de bonne foi niaient même jusqu'à la possibilité d'une dépression.

Plus tard, le praticien qui, en 1963, pouvait enfin trouver dans la théorie une doctrine de la lutte contre la récession, était abandonné à sa seule réflexion et à sa seule intuition lorsqu'il s'agissait pour lui de résoudre les problèmes entièrement différents de la croissance économique sans inflation.

Les problèmes sont mal résolus, d'abord parce qu'ils sont mal connus.

Conduire l'économie d'un pays pendant plusieurs années au voisinage du plein emploi sans tomber dans les hausses de prix ni dans le chômage est une réussite qui demande une très grande maîtrise des éléments de la vie économique et exige, avant tout, une connaissance très précise de lois et de comportements, sur lesquels la doctrine économique reste encore pratiquement muette ou présente des solutions singulièrement abrégées. « Si les politiques et les praticiens, écrit M. DENIZET, se sont montrés incapables de dominer le pro-

blème de l'inflation, il faut reconnaître qu'ils n'ont pas trouvé chez les économistes l'aide qu'ils étaient en droit d'attendre. »

C'est en praticien que M. DENIZET a pris conscience, très tôt, dans les fonctions qu'il a exercées au Ministère des Finances, de cette situation dans laquelle il a trouvé une « impuissance humiliante ». Pour répondre aux besoins de la politique économique, en rétablissant le dialogue nécessaire entre la pratique et la théorie, il s'est attaché à rechercher les causes de cette lacune doctrinale et à la combler. Cette impuissance de la théorie économique a, dans une large mesure, son origine dans l'ignorance de la réalité monétaire.

*

* *

C'est le propre des grandes pensées que de provoquer, longtemps encore après leur expression, des controverses et des interprétations. Le livre de Monsieur DENIZET se présente d'abord comme une méditation ardente sur la pensée de KEYNES. Son argument principal est que la doctrine de l'auteur de la Théorie Générale a été, sinon trahie, du moins amincie.

M. DENIZET démontre le cheminement par lequel les successeurs de KEYNES, simplifiant à l'excès la Théorie Générale et la déformant, ont minoré le rôle des facteurs monétaires et fait pratiquement abstraction de la monnaie dans l'explication de l'économie. D'où le double paradoxe de la théorie économique au cours des vingt dernières années :

— d'une part, elle est restée constamment éloignée de la réalité et n'a jamais pu en rendre compte d'une manière satisfaisante malgré tous les progrès importants, à certains égards décisifs, qu'elle a accomplis au cours de cette période ;

— d'autre part, elle a constamment négligé et minimisé les possibilités de la politique monétaire, tenue dans toute cette période dans une profonde désaffection, tandis qu'au contraire l'action monétaire, imposée par les réalités, ne cessait de se fortifier et de s'affirmer.

*

* *

La réalité, c'est que la monnaie joue un rôle fondamental, au cœur de la vie économique. En méconnaissant cette vérité, ressentie par chacun, puisque la monnaie se crée et qu'elle est active, la théorie économique a d'abord été incapable de répondre à l'une des questions les plus difficiles qui nous soit posée, celle des relations entre les facteurs réels — les revenus, la production, la consommation — d'un côté et les facteurs monétaires de l'autre. Elle a ainsi laissé sans solution le problème essentiel des relations entre la masse monétaire et le revenu national. Elle a, également, et cela est de très grande conséquence pour les praticiens, tenu à l'écart de l'étude de nombreux comportements — tel celui des détenteurs de monnaie ou celui des prêteurs ; tels aussi ceux à travers lesquels l'épargne se répartit entre les agents déficitaires et les agents excédén-

taires. Elle a laissé dans l'ombre des phénomènes aussi importants que la thésaurisation. En négligeant ainsi les concepts opératoires les plus élémentaires, en ignorant le déroulement réel des phénomènes dans le temps et les comportements vrais des agents économiques, en s'abstenant de dégager les incidences des interventions autonomes des banques, de la Banque Centrale, du Trésor, elle a condamné la politique monétaire à n'agir que sur des signaux évidemment rudimentaires et souvent ambigus (les prix, l'accroissement de la masse monétaire ou des encours de crédit, l'évolution des taux, par exemple), n'apportant ainsi pas de solution aux difficultés dont elle se plaisait pourtant elle-même à souligner l'existence.

Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que la politique monétaire ait été tenue longtemps en désaffection et qu'elle soit encore fréquemment suspectée pour le moins d'inefficacité. La théorie postkeynesienne tournée davantage vers l'explication de l'économie à travers ses seuls éléments physiques, orientait tout naturellement la politique vers des interventions sur les revenus, les dépenses, les salaires, les impôts. Tout au plus, la politique monétaire demeurait une évasion et presque une diversion pour les penseurs et les partis effrayés par les idées d'organisation économique et de planification.

*

* *

Mais, dans le même temps, les réalités économiques imposaient la présence de la politique monétaire qui prenait ainsi dans les faits une place décisive dans les politiques de stabilisation. Cela, pour trois raisons principales.

En premier lieu, en raison des insuffisances ou du caractère grossier des interventions au niveau des revenus et de la dépense. Si ces interventions demeurent en effet indispensables dans de nombreux cas, il paraît dangereux de vouloir trop leur demander. Ce sont, pour la plupart, qu'il s'agisse des actions budgétaires ou des actions fiscales, des armes lourdes et lentes dont les répercussions économiques se font fréquemment à contre-temps — à contre-cycle — au terme de délais qui échappent au contrôle ou tout simplement à la prévision.

La politique monétaire est, au contraire, plus souple et plus fine. C'est celle qui s'impose en premier lieu, en situation de plein emploi, au voisinage du seuil de l'inflation, pour réduire les petites oscillations et éviter que, les mouvements économiques s'amplifiant, l'économie bascule de l'un ou de l'autre côté. Si, comme il faut le souhaiter, les gouvernements s'efforcent de maintenir l'évolution conjoncturelle des économies au plus près de leur pente de croissance de plein emploi, ce n'est pas aux moyens propres à faire face à des situations inflationnistes prononcées qu'ils doivent avoir recours. La politique monétaire est pratiquement le seul moyen de contrôler les petites oscillations de ce genre et de faire face, très tôt, aux déséquilibres qui peuvent apparaître dans le processus de croissance.

Enfin, comme le souligne M. DENIZET, l'inflation a des causes proprement financières. Des facteurs institutionnels peuvent créer des rigidités dans les

circuits financiers, établir des cloisonnements, entretenir des liquidités potentielles, pousser enfin les emprunteurs à faire appel à la création monétaire de la Banque Centrale, faute de financements adaptés sur des ressources existantes.

*
* * *

Tels étaient en fait les éléments en présence, en France, voici quatre ans.

D'une part, une politique monétaire ignorée par la théorie mais que la logique propre de la vie économique imposait.

D'autre part, un hiatus entre la réalité et la théorie, puisque d'un côté, aucune conception doctrinale ne pouvait soutenir cette politique monétaire nécessaire et que, d'un autre côté, on constatait l'existence d'un milieu fragmenté et cloisonné qui ne permettait pas à la monnaie de jouer le rôle d'intercommunication entre les diverses parties de l'économie qui doit être le sien et sans lequel il ne saurait y avoir de véritable politique monétaire possible.

Il fallait à la fois que les mécanismes d'intervention soient réformés et qu'une base doctrinale soit donnée à la politique monétaire.

La politique monétaire ainsi conçue était un fragment indissoluble et solidaire de la politique économique d'ensemble.

*
* * *

La réforme des mécanismes d'intervention a été entreprise à partir de 1963 selon une double ligne d'action.

Dans le fonctionnement des institutions, on s'est efforcé de restituer le jeu des équilibres spontanés en restaurant les marges de décision, de supprimer les rigidités, de rétablir la fluidité et la communication des circuits en établissant une plus grande concurrence entre les différents canaux ; on peut penser que le Trésor et la Banque Centrale trouveront ainsi dans leurs interventions une efficacité accrue et un contrôle en fait plus étendu des circuits monétaires.

Quant au résultat, on s'est efforcé d'éliminer la création monétaire et d'accroître le rôle des financements réels. La création monétaire était en effet devenue depuis des années, la sécrétion naturelle des institutions monétaires et le résultat de la plupart des comportements. Pour la réduire, le Trésor s'est désendetté vis-à-vis des banques et les banques ont pu se désendetter vis-à-vis de la Banque Centrale ; les modalités de placement et les conditions des Bons du Trésor ont été revisées. En contrepartie, on s'est efforcé d'accroître le rôle de l'épargne et des semi-liquidités dans les financements, à la fois par des facilités fiscales pour la première, par une réforme des taux et des pratiques bancaires pour les secondes.

Ainsi ont été définies et ouvertes les deux voies par laquelle la politique monétaire pouvait désormais progresser.



En lisant l'ouvrage de M. DENIZET, j'ai été tenté très naturellement de faire référence à la France. Mais sa réflexion est en fait de portée générale pour les économies industrielles occidentales.

J'ai tenu à rappeler cette évolution pour mieux marquer l'importance pratique, pour la politique monétaire et la politique économique, de l'ouvrage de M. DENIZET. Il apporte la base doctrinale qui manquait à cette construction.

C'est, à ma connaissance, la première théorie économique qui inclut complètement l'élément de synthèse que constitue la monnaie.

C'est le premier modèle qui tient compte des comportements monétaires.

C'est la première analyse qui conduit à mettre la politique monétaire au centre de la politique de stabilisation et de croissance.

Intégrant dans un système d'ensemble les différents circuits financiers, il met en évidence le rôle de la Banque Centrale dans le circuit économique ; tout déséquilibre économique, démontre-t-il, se répercute presque nécessairement sur le marché de la monnaie centrale tandis que le rééquilibrage sur le marché de la monnaie centrale se poursuit par correction simultanée de tous les déséquilibres partiels. La méthode suivie est celle de l'insertion des endettements et de l'endettement-monnaie dans les tableaux de comptabilité économique. Méthode que je crois pleine d'avenir, parce que, acceptant les disciplines de la représentation comptable, elle permet d'avancer de façon précise et scientifique là où dans le passé l'a-priorisme, l'irrationnel, voire le fétichisme qui n'a jamais été absent de nos conceptions monétaires, s'exprimaient seuls. Le mérite de cette construction c'est de reprendre en considération les comportements monétaires jusque-là négligés, à les inclure dans un circuit économique cohérent, à dégager la place privilégiée du marché monétaire central sur lequel se traduisent tous les déséquilibres partiels et l'action de la Banque Centrale.

Sans doute, avant que la politique conjointe de la Banque Centrale et du Trésor puisse s'inspirer du modèle dans lequel peut se résumer cet ensemble, comme le suggère M. DENIZET, un immense effort de recherches sera-t-il encore nécessaire. Mais, dès maintenant, la synthèse qu'a accomplie M. DENIZET orientera les politiques économiques dans un sens réaliste en mettant l'accent sur le rôle de la monnaie et des comportements monétaires, et en dégageant les véritables conditions auxquelles doivent répondre la politique monétaire et les structures financières.

Il ne serait certainement conforme ni à la réalité économique, ni à la pensée de M. DENIZET de croire que la politique monétaire peut se substituer désormais à tout autre dans le contrôle de la croissance économique. Il serait en particulier dangereux de penser que l'Etat, retrouvant dans une politique monétaire active les moyens de contrôler l'équilibre économique, peut se soustraire à une discipline budgétaire rigoureuse. Il convient, en effet, de ne pas utiliser un instrument contre l'autre, la politique budgétaire contre la politique monétaire, ce

qui conduit à des mouvements excessifs des taux d'intérêt, et de maintenir une certaine cohérence entre les actions entreprises au centre de l'économie et celles entreprises à la périphérie. A l'inverse, il y a des actions qui doivent s'exercer à la périphérie, mieux qu'au centre, s'il s'agit par exemple d'actions spécifiques tenant à stimuler certains investissements ou à orienter tels ou tels revenus.

Ce livre a été écrit pendant la période où le danger principal restait l'inflation ; il paraît au moment où beaucoup de signes indiquent que le danger de demain, sinon celui d'aujourd'hui, risque d'être le chômage et la déflation. Cependant, l'ouvrage de M. DENIZET ne me paraît pas sans enseignement utile pour cette autre phase de la vie économique.

L'origine profonde des phénomènes actuels, c'est la prise de conscience par les industriels européens de la fin d'une période où l'expansion de la production primait tout autre considération, et du passage à une période où, comme aux Etats-Unis depuis longtemps, la soumission au marché et l'efficacité de l'organisation productive comptent de plus en plus. Evolution très saine et très nécessaire. Mais qui exige en contrepartie une fluidité totale de l'économie, un esprit d'entreprise prodigieusement actif, tourné vers les besoins et les produits nouveaux, et vers la création d'entreprises nouvelles pour satisfaire à ces besoins. Condition indispensable de cette évolution, l'accès aux moyens financiers nécessaires pour créer et lancer ces entreprises nouvelles doit être facilité. A ces seules conditions, les travailleurs et les cadres, libérés par les entreprises ou les branches qui doivent impérativement se réorganiser, sont assurés de retrouver travail et sécurité. Le maintien du plein emploi, devoir premier de tout responsable de l'économie, passe par cette deuxième partie de la mutation industrielle de notre pays. Celle-ci est à peine commencée. Elle exige non seulement des chefs d'entreprise hardis, mais aussi une réorganisation des structures de notre économie, dont l'urgence devient maintenant très pressante.

Monnaie et financement ne sont pas des jeux de spécialistes ; selon que les bonnes ou les mauvaises solutions sont trouvées, c'est l'emploi de dizaines de milliers de travailleurs, le bonheur et la paix d'autant de foyers qui sont ou ne sont pas assurés.

*

* *

En matière internationale, M. DENIZET nous apporte une mise au point parfaitement claire des discussions des dernières années. Il montre en particulier comment un système de change rigoureusement fixe, se traduisant pratiquement par une monnaie unique à laquelle il serait aisé de donner vie, est la logique profonde de toute union économique et en particulier de la Communauté Economique Européenne.

Il montre aussi comment l'échec des discussions sur le statut de l'organisation monétaire internationale, s'il se prolongeait, risque de provoquer l'aggravation de la situation déjà préoccupante des économies nationales de l'Occident. L'élévation générale des taux d'intérêt dans le monde occidental, les phéno-

mènes de sous-emploi qui apparaissent ici et là et qui lui sont partiellement liés, tout ceci est en relation avec les problèmes d'organisation monétaire internationale. L'évolution est encore masquée à l'heure actuelle par la guerre du Vietnam et la vague de « dépenses additionnelles neuves » qu'elle suscite avec ses phénomènes de multiplication. Mais vienne le retour de la paix et les conditions seront réunies, nul ne doit se le dissimuler, pour une tendance dépressive.

Comme M. DENIZET, j'ai la conviction que seul un système fondé sur une émission monétaire additionnelle à l'or, présente des chances raisonnables de succès. Sa mise au point, et son adoption permettront à la fois d'éprouver l'aptitude des hommes d'Etat à concevoir des solutions nouvelles, et d'éviter à l'économie mondiale, et aux hommes qui en vivent, les secousses de l'ignorance et de l'incapacité.

*
* *

Les phénomènes monétaires, parce qu'ils étaient mal compris et mal dominés, ont contribué à plonger le monde, il y a aujourd'hui trente-six ans, dans une crise profonde puis, pendant les vingt dernières années, dans l'inflation. C'est un avertissement qui devrait être sans cesse présent à l'esprit des responsables. Toute tentative, tout effort pour mieux comprendre ces phénomènes aux conséquences si redoutables, pour éclairer leur fonctionnement afin de nous mettre en état d'agir sur lui, au lieu d'être asservis par lui, mérite l'attention la plus sérieuse de tous ceux qui portent une responsabilité dans l'économie moderne.

Dans le progrès des connaissances humaines, la synthèse vient toujours en dernier. Ainsi s'est élaborée la physique. Ainsi se constitue sous nos yeux la science économique. Depuis la contribution décisive apportée par le dernier génie de synthèse — Lord KEYNES —, la pensée économique a éclaté dans diverses directions, ouvrant des voies, perfectionnant des analyses, mais s'éloignant du tronc de l'arbre, et de sa sève.

Les faits du monde, c'est-à-dire la réalité qui contraint la pensée à la synthèse, ont ramené au centre de la vie économique nationale et internationale, l'élément décisif de la monnaie.

Construire une doctrine économique comportant la synthèse monétaire — comme l'entreprend M. DENIZET — mieux utiliser ce moyen d'action efficace et délicat au service de l'expansion continue et du plein-emploi — ce qui est la responsabilité des hommes d'Etat — c'est donner à la monnaie sa véritable place dans le jugement et dans la conscience moderne, en captant et asservissant un mythe pour en faire un instrument de progrès.

Valéry GISCARD D'ESTAING.

1967

« *Monnaie et financement* »

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
PRÉFACE	VII
INTRODUCTION : Les causes financières de l'inflation	1

LIVRE I

MONNAIE ET FINANCEMENT DANS UN CADRE NATIONAL SANS RELATIONS EXTÉRIEURES

CHAPITRE 1. — Unité de compte et monnaie de paiement	11
I. — L'unité de compte	12
II. — La monnaie de paiement	15
CHAPITRE 2. — Présentation du cadre d'analyse. La monnaie dans la comptabilité économique	19
CHAPITRE 3. — La liaison entre masse monétaire et revenu national depuis Keynes	31
I. — Le modèle keynésien du multiplicateur	36
II. — Le jeu du multiplicateur quand on prend en compte les aspects monétaires — Les deux hypothèses extrêmes : épargnes totalement thésaurisées ou épargnes totalement placées	46
III. — Fréquence des règlements — Hypothèse de 12 périodes unitaires dans une année calendaire	54
IV. — Le ressort du retour à l'équilibre	58
V. — Différence entre la liaison $dE/dR = a$ qui est stable et la liaison $dY/dQ = 1/a$ qui ne l'est pas	63
VI. — Le diagramme à 45°	65
ANNEXE ALGÈBRE	70
CHAPITRE 4. — Partage entre épargne placée et épargne thésaurisée. Rôle du taux de l'intérêt	75
I. — L'essentiel de l'apport keynésien	75
II. — L'erreur de Keynes	80
III. — Les controverses post-keynésiennes	83
ANNEXE. — Elasticité de la demande de titres par rapport au taux de l'intérêt	112

CHAPITRE 5. — Postérité keynésienne et politique économique depuis la seconde guerre mondiale	114
I. — La méthodologie des projections faites pour l'année terminale d'un plan	115
II. — Le biais inflationniste des structures proprement financières	117
CHAPITRE 6. — Introduction d'un système bancaire diversifié	121
I. — Structure interne des systèmes bancaires. Banque centrale et Monnaie centrale	125
II. — Le marché monétaire, description et fonctionnement	131
III. — Equilibre et déséquilibre sur le marché monétaire — Essai de théorie économique	134
IV. — Le Trésor emprunteur sur le marché monétaire — Théorie dite du circuit	145
V. — Modélisation de l'action de la Banque centrale — Thèse monétariste	148
CHAPITRE 7. — La politique monétaire	152
I. — La manœuvre du taux de l'escompte et le déroulement du cycle	153
II. — Les modifications de l'organisation monétaire et de la politique monétaire en France depuis la guerre	158
III. — L'action sur la quantité de monnaie centrale et l'action sur les taux sont indissociables	168
CHAPITRE 8. — L'inflation des années 70	175
I. — La stagflation ou l'inflation déconnectée de l'activité	176
II. — La croissance du taux de croissance des prix	177
III. — L'endettement à taux fixe et le blocage de tout processus de décélération	180

LIVRE II

**LES RELATIONS MONÉTAIRES INTERNATIONALES
ÉQUILIBRE MONÉTAIRE, FINANCIER ET RÉEL
DANS UNE ÉCONOMIE OUVERTE SUR L'EXTÉRIEUR**

INTRODUCTION : Description du cadre d'analyse : un tableau économique sommaire intégrant les opérations avec l'extérieur	185
CHAPITRE 9. — Les deux catégories principales de départ de l'équilibre. Le jeu du multiplicateur sans effet de taux d'intérêt ni de prix	191
I. — Premier type de perturbations : un espace économique croît nominalement plus vite que le reste du monde	193
II. — Deuxième type de perturbations : les préférences des demandeurs de l'output dans les deux espaces se détournent de l'output h pour l'output f	197
III. — Prêts internationaux (ou dons) et balance des paiements	199
CHAPITRE 10. — Equilibre interne et balance des paiements (avec niveaux de prix variables et taux d'intérêt variables dans les deux espaces considérés)	203

I. — Effet sur la balance des paiements de variations différentes du niveau général des prix ou de variations du taux de change	203
II. — Introduction de systèmes bancaires indépendants	209
CHAPITRE 11. — De l'étalon-or à l'étalon dollar-or	212
I. — L'étalon-or	213
II. — L'étalon devises-convertibles-en-or	218
III. — L'étalon dollar-or : le système de Bretton-Woods	223
CHAPITRE 12. — L'échec de Bretton-Woods	233
I. — La surélévation du dollar	233
II. — L'ambiguïté du traité vis-à-vis de l'or	235
III. — Le développement du marché de l'euro-dollar	237
ANNEXES. — Balance des opérations courantes des Etats-Unis — Balance des opérations en capital des Etats-Unis — Dollars détenus en dehors des Etats-Unis (millions de dollars)	
CHAPITRE 13. — Les systèmes de flottement concerté	245
I. — La tentative de 1972	245
II. — Le « serpent » d'avril 1972 à mars 1973	246
III. — Mars 1973 : le flottement en commun	249
IV. — Le système monétaire européen	251
ANNEXES. — Texte du communiqué de Brême (7.7.1978)	265
— Evolution des prix et des coûts à l'intérieur du S.M.E. (en 1978 et en 1981)	267
— Composition de l'ecu	269
CHAPITRE 14. — Les changes flottants	270
I. — L'organisation des changes dans l'histoire de la pensée économique	270
II. — La position des avocats des changes flottants	272
III. — Les conséquences de l'expérience	278
CHAPITRE 15. — Perspectives d'avenir	280
I. — Création d'une compensation internationale	281
II. — Le besoin d'une unité de compte internationale	282
III. — La logique interne d'un flottement concerté	285
CONCLUSION	287
BIBLIOGRAPHIE	291
INDEX	293

INTRODUCTION

LES CAUSES FINANCIÈRES DE L'INFLATION

Parmi tous les problèmes qui se posent aux hommes de ce temps, il est permis de dire que les problèmes monétaires sont à la fois parmi les plus graves et parmi ceux où un effort résolu et clairvoyant serait le plus rentable. Ceci est vrai des problèmes d'organisation monétaire interne ; ce l'est aussi des problèmes d'organisation monétaire internationale. Pour les problèmes nationaux, l'échec est presque total. Quand le Gouvernement est fort, il bloque le crédit, réduit ou supprime le déficit public, l'inflation se ralentit mais l'économie stagne. Quand le Gouvernement est faible ou lors de la récession, il relâche les freins et l'inflation reprend. Ceci ne nous est pas particulier ; l'Angleterre, l'Italie le connaissent, la totalité des pays neufs connaissent la même impuissance, encore que notre longue pratique de l'inflation nous ait rendus particulièrement fragiles. Si nous ne réussissons pas à dominer cette situation, nul ne doit se dissimuler qu'aucun progrès économique suffisamment rapide, par suite aucune solution des problèmes vitaux du logement et de l'éducation par exemple, n'est possible, du moins *dans l'indépendance politique*. Et cependant les exemples allemand et japonais jusqu'à 1963, l'exemple américain depuis 1960, l'exemple scandinave, montrent qu'il existe au moins un chemin vers la solution. Ne pas trouver ce chemin, est une impuissance humiliante. Si dans une branche technique quelconque, nos spécialistes se voyaient constamment dominés par leurs collègues de tel ou tel pays, ils mettraient tout en œuvre pour rattraper ce handicap. C'est ce qu'il nous faut faire dans un domaine qui commande tous les autres et qui pose *seulement* des problèmes de connaissance, de technique et d'organisation.

Dans le domaine international, les choses sont plus graves encore. On peut dire, sans forcer la note, que le problème de l'organisation monétaire internationale commande à travers l'évolution de nos économies solidaires, l'avenir du monde libre et l'avenir du monde tout entier. La différence est qu'ici les choses ne dépendent pas seulement de nous ; elles dépendent principalement du plus puissant de nos partenaires. Cependant la situation est arrivée à un point de gravité telle qu'il est essentiel que chacun joue son jeu avec le maximum de connaissance technique et de sang froid.

L'idée centrale de ce livre est qu'à la base de nos impuissances, il y a moins des erreurs politiques et administratives, moins une faiblesse profonde du

corps social, qu'une mauvaise connaissance théorique des phénomènes monétaires. Nous pensons qu'il y a un véritable biais intellectuel, un blocage de l'esprit d'analyse qui nous prive de la possibilité de trouver les solutions justes. Ce blocage, nous le rattachons à l'influence dominante de ce que nous appelons « l'École », c'est-à-dire une certaine partie des post-keynésiens, qui a trahi l'intuition centrale de Keynes, qui a évacué à nouveau les phénomènes monétaires du champ d'analyse. Par réaction, l'école non-keynésienne s'est bloquée sur les positions les plus contestables de l'analyse monétaire anté-keynésienne.

Notre seule ambition et notre seul argument, qui reviendra identique de chapitre en chapitre, est de montrer qu'une analyse keynésienne, nettoyée de ses corruptions, dont certaines il est vrai remontent à certains passages de la Théorie Générale elle-même, est un instrument d'enrichissement des approches monétaires néo-classiques du type walrasien. Il n'y a nulle contradiction, au contraire, entre les deux analyses ; elles se complètent mutuellement et aboutissent sans difficulté à une synthèse à partir de laquelle les contradictions dans lesquelles est enfermée l'analyse moderne s'amenuisent, à partir de laquelle l'action à mener commence à se dessiner clairement.

L'impasse de la théorie

Si les politiques et les praticiens se sont montrés incapables de dominer le problème de l'inflation, il faut reconnaître qu'ils n'ont pas trouvé chez les économistes l'aide qu'ils étaient en droit d'attendre. La science économique a fait des progrès considérables depuis trente ans. Les techniques nouvelles, comme la comptabilité économique, les tableaux de Leontieff, les tableaux de flux financiers, le développement général des modèles mathématiques fournissent des représentations maniables des phénomènes économiques et la possibilité de prévoir les conséquences soit de décisions, soit d'évolutions spontanées affectant les données du modèle. La rigueur des démonstrations nouvelles données des théorèmes de l'avantage collectif ou de rendement social, des lois théoriques du commerce international, les lois de la croissance, y compris le rôle des pôles privilégiés, sont les autres conquêtes précieuses à l'actif des économistes d'aujourd'hui.

Cependant rien de tout cela n'apporte ni éclaircissement définitif, ni *a fortiori* de solution au problème de la hausse continue du niveau général des prix. Il est très remarquable en effet que l'optique préférée, commune à tous les travaux énumérés ci-dessus, est une optique de « facteurs réels », faisant abstraction des échanges monétaires. Cela est vrai, nous le verrons (chapitre 5) même des comptabilités économiques. Les tableaux de Leontieff ne sont pas, pour ceux qui les manient, une représentation du flux monétaire circulant depuis les initiateurs de la demande finale, à travers les méandres des transactions sur biens intermédiaires, jusqu'à leur destination ultime : les offreurs de services productifs. Non, c'est un assemblage de coefficients techniques, de relations technologiques, exprimés en valeur parce que l'on ne peut pas faire