



Bruno THÉRET¹
CNRS, IRISSO-Université Paris Dauphine, PSL

Définanciariser ?

Mots-clés : globalisation financière - finances de l'État - dette publique - monnaie

La globalisation financière s'est développée depuis les années 1970. L'article montre qu'elle est irrationnelle et inefficace tant au plan monétaire que du point de vue du financement de l'économie réelle et des finances publiques. Il s'avère donc nécessaire de « définanciariser ». Cela est possible, par exemple dans la zone euro, en complétant l'euro, en tant que monnaie de crédit bancaire, par des monnaies fiscales nationales.

Depuis dix ans, nous sommes confrontés à une suite ininterrompue de crises financières touchant successivement les divers aspects de la finance globalisée : endettement des ménages, dettes publiques, financement des entreprises non financières. Ces crises successives qui impactent l'économie mondiale et aggravent les conditions de vie de la majeure partie des populations du globe, se déplacent d'un continent à l'autre et se superposent les unes aux autres : des USA en 2007 à la zone euro en 2010 et aux pays émergents en Amérique latine et en Asie en 2015. Pour autant, les classes dirigeantes dans ces divers espaces, à quelques exceptions près, une fois passé le gros des tempêtes, ne songent qu'à en revenir à la normale, c'est-à-dire à la doxa de la globalisation et des marchés efficients. Elles peuvent légitimer ces choix en faisant appel à la pensée économique d'origine étatsunienne qui prétend avoir fondé en rationalité et en scientificité cette évolution vers un équilibre général sous la figure tutélaire du Marché souverain.

Pourtant, à l'analyse, la globalisation financière n'apparaît guère rationnelle tant au plan économique que social, si ce n'est pour permettre à une infime minorité d'individus d'accaparer l'essentiel des richesses mondiales. Le système de marchés

financiers dérégulés, qui est censé rendre inutile tout système monétaire international coopératif comme ceux existant antérieurement, est la source de multiples crises monétaires-financières d'intensité croissante qui montrent que ce substitut n'est pas viable. Mais la finance globalisée se révèle aussi économiquement inefficace car elle ne remplit qu'avec une très faible productivité cette autre fonction justifiant son existence qu'est le financement de l'économie dite « réelle » (non purement financière). Elle n'apparaît efficace que pour son propre développement et l'enrichissement des acteurs qui la soutiennent ; encore faut-il passer sous silence puis oublier les destructions massives de capital dans les crises endogènes au fonctionnement de la finance de marché – comme le font de manière à demi-consciente les gouvernants contemporains. De ces crises la finance ne se sort, tel un phoenix renaissant sans cesse de ses cendres, qu'en externalisant l'essentiel de ses coûts sur les entreprises, les ménages, et les pouvoirs publics. Enfin, la finance globalisée est, par essence, étroitement corrélée à des processus d'endettement qui ne sont pas viables de l'ensemble des acteurs économiques privés et publics à l'égard des organisations et acteurs financiers : la réduction tendancielle des ressources

¹ L'auteur remercie Benjamin Lemoine pour sa relecture attentive de ce texte et ses nombreuses suggestions pour l'améliorer. Il n'en reste pas moins le seul responsable des imprécisions et erreurs qui pourraient s'y trouver.

Dossier

> La dette publique
Colloque de Lille
20 octobre 2017

des débiteurs invalidant, à terme, leur capacité à rembourser leurs dettes et engendrant les crises récurrentes observées.

En prenant précisément en compte les enseignements de ces crises majeures, on cherche dans cet article à montrer comment la globalisation financière s'est traduite par la financiarisation de l'ensemble des sphères de la vie sociale et on expose les raisons économiques d'en sortir. Trois types d'irrationalités économiques justifiant une définanciarisation sont distinguées : celles qui renvoient aux modalités pratiques du fonctionnement systémique global de la sphère financière en tant que monde en soi (I); celles qui ont trait à l'inefficacité économique de ce fonctionnement pour répondre aux nécessités de l'internationalisation du commerce et de l'industrie (II); enfin celles se rapportant aux sources originelles nationales du développement de la globalisation financière, parmi lesquelles la marchandisation et l'accumulation de dettes publiques occupe une place centrale (III).



Faute de place, la question du « comment définanciariser » les ordres monétaire et politique, en tenant compte de la variété de leurs échelles territoriales, ne pourra être abordée que très succinctement. On se bornera à évoquer en conclusion une réponse définanciarisante possible à la crise des dettes publiques spécifiquement adaptée au contexte de la zone euro où la monnaie de cours légal n'est plus une monnaie nationale.

1 Les raisons de définanciariser liées aux fonctions monétaires internationales de la finance globalisée

Depuis que le dollar US est devenu une monnaie de pure confiance, comme toutes les autres monnaies nationales, un système de marchés financiers de plus en plus étendu fait office de système monétaire international de substitution dans lequel des produits financiers dits « dérivés », les *futures*, options et *swaps*, sont, avec les devises nationales, les éléments constitutifs d'une nouvelle forme de monnaie-marchandise qui n'est réductible ni à une monnaie de crédit bancaire ni à une monnaie d'État (Bryan & Rafferty, 2007; Théret, 2008). Le renouveau des marchés financiers à terme au début des années 1970 fut en effet fondé sur l'idée d'ancrer de manière crédible la valeur des monnaies nationales dans leur future évaluée à leur juste prix grâce à une supposée efficacité informationnelle des marchés concurrentiels et aux outils mathématiques développés par la théorie financière (*financial economics*). Pour cette dernière, un système complet de marchés financiers concurrentiels peut remplir de façon efficiente et autorégulée l'ensemble des fonctions monétaires nécessaires au fonctionnement des sociétés modernes. Dans ce modèle, il n'existe pas d'incertitude radicale et il est possible d'anticiper, grâce à de simples calculs de probabilité, les prix futurs des actifs financiers actuels et donc des monnaies nationales, ce qui permet de « s'assurer » contre les fluctuations futures de ces prix (Théret, 2011). Les marchés à terme sont ainsi censés pouvoir exercer la « fonction » de réserve

de valeur, fonction essentielle pour le capital, que ne possèdent plus les monnaies nationales dans un monde de devises concurrentielles.

En d'autres termes, la finance globalisée qui se développe à partir des années 1970 se veut une alternative viable à l'absence d'une véritable monnaie internationale (qui ne saurait être construite que par la voie politique et n'est donc pas désirable d'un point de vue néolibéral ou libertarien). Et comme ce système monétaire de substitution ne peut théoriquement être efficient et autorégulateur que s'il est purement concurrentiel, toute régulation par les États nationaux, ou un organe multilatéral quelconque du type FMI, est à proscrire.

En pratique, loin d'être le fruit d'un processus apolitique et purement économique, évolutionnaire et spontané, la nouvelle finance globalisée doit tout à l'État fédéral américain et à sa consanguinité avec les départements d'*economics* et *business schools* des grandes universités états-uniennes, dont celles emblématiques de Chicago et de Cambridge (Harvard et MIT) lui ont forgé son auréole scientifique. Mais les crises financières, de plus en plus rapprochées dans le temps et étendues dans l'espace, ont mis en lumière la fragilité des hypothèses théoriques de la doctrine financière, et le caractère erroné de ses résultats est aujourd'hui largement admis (Stout, 1988; Bernstein, 2007; Ho, 2009; Fox, 2009; Walter et de Pracontal, 2010; Taleb 2010; Giraud, 2014).

Ces crises montrent en effet que les produits dérivés censés servir de substitut à une monnaie véritablement internationale (comme a pu l'être l'or ou le dollar lié à l'or) ne jouent pas effectivement ce rôle. Ils n'assurent pas véritablement les acteurs économiques du commerce international contre les risques de perte de valeur associés aux variations des prix internationaux des devises. Ils ne servent qu'à éparpiller ces risques, en les déplaçant vers les opérateurs financiers les plus aventureux et désireux de s'enrichir rapidement, ou alors vers les épargnants les plus naïfs qui ne connaissent pas la nature des produits qu'ils achètent à des intermédiaires financiers peu scrupuleux qui y ont dissimulé, par la titrisation, les actifs les plus risqués. Aussi, vu la dynamique expansive, et a priori sans limite, de la finance globalisée, rendue possible par le caractère virtuel des produits qu'elle invente et manipule, les spéculateurs qui jouent sur ces risques n'ont pas réellement la capacité supposée de les assumer (Capelle-Blancard, 2009). Ils cherchent donc à les transférer sans arrêt comme un mistigri, en produisant des dérivés de dérivés à la puissance 3, 4, 5, puis en les titrisant, de telle sorte qu'on ne sait plus qui porte les risques et devrait les assumer en cas de défaut. Finalement, comme l'ont montré les crises de 2008 et de 2010, ce sont les pouvoirs publics qui « assument » les pertes en dernier ressort, ce qui constitue l'aveu d'échec d'un système prétendument autorégulé.

En dehors des crises, les produits financiers ne sont pas non plus de meilleurs instruments de réserve que les monnaies nationales, comme en témoignent leurs dérives hyper-inflationnistes. Car c'est sur une base stagnante, sinon récessive, d'actifs financiers « réels » que se développe une accumulation de valeur « fictive » ou nominale portée par les produits dérivés et accélérée avec la titrisation des dettes à partir des années 1990.

Par ailleurs les dérivés n'étant pas en eux-mêmes des moyens de paiement, la liquidité financière reste dépendante en dernier ressort de la liquidité monétaire, c'est-à-dire de la monnaie de crédit bancaire. Or l'émission de monnaie par les banques commerciales obéit à d'autres lois que celle de la finance spéculative et est soumise quant à elle à des régulations prudentielles qui relèvent d'autres logiques que la logique financière. Les marchés financiers sont donc menacés en permanence de se retrouver en crise de liquidité.

Faire monter sans cesse le niveau du risque systémique et des risques politiques et sociaux associés est dans la logique même de la finance libérée de toute régulation territorialisée ; c'est même une condition de sa survie et de son expansion. L'industrie financière a besoin de l'existence du risque, parce qu'il est la base de la production de titres permettant de s'en prémunir. Au stade de développement auquel elle est arrivée, le commerce et l'investissement productif international apparaissent trop limités pour assurer la continuité de l'accumulation financière. La logique financière doit alors produire elle-même des risques nécessaires à l'entretien de son expansion ; elle devient autoréférentielle.

Tous comptes faits, la finance ne fait qu'assurer à court terme la poursuite des transactions marchandes dans l'espace international, dans un contexte d'incertitude radicale – non calculable, non probabilisable – quant à la valeur future des moyens de paiement. Cette incertitude s'exprime dans la fuite en avant dans l'inflation des dérivés (par dérivation à une puissance supérieure et titrisation) et par une dynamique autoréférentielle d'évolution qui n'est autre que celle de la construction d'une pyramide de dettes de type Ponzi menant inéluctablement à la crise (Amato et Fantacci, 2012). Or une pyramide Ponzi ne tient debout que tant que de nouveaux entrants continuent d'y investir en élargissant sa base, attirés qu'ils sont par les hauts rendements de ceux qui sont entrés les premiers et vivent dans les plus hauts étages de la construction en se nourrissant des apports des derniers arrivés. Dès lors que plus personne ne croit que c'est profitable d'y investir, la pyramide s'effondre comme un château de cartes (Minsky, 1993).

Ainsi la crise actuelle du capitalisme montre que pour assurer la poursuite des transactions marchandes à l'échelle internationale, les marchés financiers, quelle que soit leur sophistication, sont incapables de remplacer de façon stable et économiquement rationnelle une véritable monnaie internationale. L'économie capitaliste est désormais maintenue dans un état où elle est dépourvue de « monnaie de confiance » au niveau mondial. Il n'y existe plus d'unité de compte ultime de référence, ce qui conduit à une perte de l'usage en réserve de valeur de toute monnaie nationale, y-compris du dollar US.

2 Les raisons de définanciariser liées à l'inefficacité de la sphère financière pour remplir les fonctions de financement qui la légitiment

Mais l'irrationalité économique de la finance globalisée touche aussi à la question du financement des activités productives, commerciales et bancaires. Le système financier international ne

finance en effet l'économie non financière que dans une faible mesure et avec une productivité presque insignifiante. Cette irrationalité économique s'observe dans quatre domaines.

Dossier

> La dette publique
Colloque de Lille
20 octobre 2017

Tout d'abord, sauf exception, l'apport net à long terme des marchés de capitaux aux entreprises non financières est quasi nul, voire négatif : aux USA où l'autofinancement des entreprises non financières prédomine, les *corporate bonds* ne dépassent pas 25% du marché obligataire ; dans la zone euro, le crédit bancaire aux entreprises non financières a un rôle plus important qu'aux USA, mais la place du marché obligataire dans le financement des entreprises y est également faible. En fait, les marchés obligataires sont en général pour l'essentiel des marchés de dettes publiques et hypothécaires. Quant aux marchés d'actions, ils servent moins à financer les entreprises non financières qu'à évaluer la valeur de leurs actifs cotés en bourse, évaluation qui leur permet d'accéder éventuellement au crédit bancaire et/ou de fixer la valeur des dividendes qu'elles versent à leurs actionnaires (Stout, 1988 ; O'Sullivan, 2000). Aussi, pour maintenir leur valeur actionnariale dont leur crédit auprès des banques et des actionnaires dépendent, les entreprises sont-elles conduites à racheter leurs propres actions au point que les émissions nettes d'action ont été très faibles (zone euro) ou de plus en plus négatives (USA) depuis le début des années 2000 (Natixis, 2012).

La part de l'activité de la finance globalisée consacrée au financement du commerce international est également très marginale. Ainsi en 2010, la logique financière dominante – stratégies de couverture et investissements financiers – occupait les marchés pour « 97,3% du temps » alors que la logique commerciale n'était présente que dans « 2,7% du temps total des transactions » (Dembinski, 2011). Quant aux marchés monétaires, « les transactions concernant l'économie réelle (y)

représentent seulement 1,6% des échanges interbancaires du monde entier. » (Morin, 2011).

Par ailleurs les marchés à terme sont inadaptés pour assurer la protection des investissements productifs internationaux contre les risques de taux de change. Selon un nombre significatif d'économistes néoclassiques étatsuniens, l'institution d'une monnaie internationale supranationale est nécessaire à cette fin (McKinnon, 1988).

Enfin les marchés financiers globalisés perturbent le fonctionnement des systèmes bancaires nationaux dans leur fonction de fourniture de crédit aux entreprises. Le financement bancaire des opérateurs sur les marchés à terme à la recherche d'un maximum d'effet de levier conduit à une réorientation du crédit bancaire vers les activités financières spéculatives et rentières associées notamment aux dettes publiques et aux dettes des ménages. La globalisation financière s'est ainsi accompagnée d'une hypertrophie des activités purement financières des banques, qualifiée y-compris par certains de ses partisans de « surdimensionnement de l'industrie financière » (Jacquillat, 2009). Cette « financiarisation » du système bancaire est d'autant plus grave que simultanément la globalisation financière exige une répression monétaire des pouvoirs publics nationaux qui donne aux seules banques privées le monopole de l'émission monétaire. En même temps que la monnaie de crédit à l'initiative des banques commerciales devient la seule source légale de toute monnaie, celle-ci tend à ne plus alimenter, si ce n'est très indirectement et faiblement par la médiation des marchés financiers, les activités non financières qui se retrouvent pourtant dans une dépendance monétaire exclusive à l'égard des banques.

3 Les raisons de définanciariser liées à la financiarisation privée des finances publiques

Il reste à mentionner l'irrationalité macroéconomique du modèle néomercantiliste libéral d'insertion économique internationale des États nationaux. Ce modèle est le pendant, du côté de l'économie productive, du régime monétaire-financier international concurrentiel placé sous l'égide des marchés financiers. Selon ce modèle qui est pensé comme la forme naturelle et optimale du capitalisme moderne dans la doctrine économique néoclassique, chaque pays doit exploiter le marché de ses voisins en restreignant le sien propre, via une réduction du coût du travail et des charges fiscales pour améliorer sa compétitivité-prix. Ce modèle de croissance tirée par les exportations est globalement récessif – ce que la crise

globale actuelle met en évidence – dès lors qu'il est adopté par tous les pays, ce qui est le cas à peu d'exceptions près (Deblock, 2002 ; Uzinidis & Patelis, 2010 ; Bellofiore, Garibaldo & Halevi, 2010). Pour autant ce modèle n'est toujours pas remis en cause.

Cette conquête concurrentielle des marchés étrangers de biens et services est propice à une guerre des monnaies, en raison de l'impact des taux de change sur la compétitivité-prix, et stimule donc l'extension des marchés financiers de dérivés de taux de change et de taux d'intérêt. Dans le même sens, le modèle néomercantiliste n'a pu se mondialiser que parce que la demande globale a pu s'étendre malgré les restrictions

salariale et fiscale requises par la recherche de compétitivité, et cela pour l'essentiel grâce au développement d'un endettement massif des ménages et des pouvoirs publics dans les divers États. Et avec des risques de défaut de remboursement des dettes s'accumulant au fur et à mesure que la concurrence internationale renforce les restrictions salariales et fiscales, la poursuite sans limite de cet endettement s'est appuyée sur les marchés financiers de dérivés qui, en transférant et redistribuant ces risques, ont dissimulé leur ampleur croissante. Une spirale financière vicieuse s'est ainsi enclenchée.

Les restrictions salariales et fiscales ont été par ailleurs « protégées » de toute dérive inflationniste par une autorépression monétaire des États qui se sont interdites toute émission directe de monnaie et toute indexation des salaires ; une faible inflation des prix des biens-salaires a été garantie par des banques centrales « indépendantes » des gouvernements et n'interférant avec les marchés financiers que par la fixation du taux d'intérêt de base du marché monétaire, aucune inflation des actifs – conçue comme enrichissement – n'étant par contre mise sous contrôle macro-économique.

C'est ainsi que la financiarisation néolibérale, idéologiquement fondée sur le postulat d'efficacité des marchés concurrentiels et le rejet de toute coordination politique, a trouvé sa source et a été soutenue par des modes de régulation nationaux combinant, sous des formes et à des degrés différents, des régimes d'accumulation du capital financiarisés tirés par les exportations, des régimes de répression monétaire et de désinflation compétitive, et des régimes de restrictions salariales et fiscales associés à un endettement généralisé tant des populations dans leur grande masse que des États et autres collectivités territoriales.

La doctrine économique et financière prévalente veut que toute monnaie soit un actif financier porteur d'intérêt, car il s'agit là d'une condition théorique de l'efficacité des marchés concurrentiels (Théret 2011 ; Blanc et alii 2018). Avec la monopolisation de l'émission monétaire par les banques commerciales privées, la financiarisation néolibérale se conforme à cette prescription. Son corrélat, la répression du pouvoir monétaire des États, a conduit ceux-ci à s'endetter de façon cumulative à l'égard de la finance globalisée, avec pour conséquence une charge de la dette croissante par rapport à l'ensemble des dépenses publiques (Théret, 2016).

Or le financement public par endettement sur les marchés financiers est dysfonctionnel et inefficace dès lors qu'il ne conduit pas à de l'investissement public. Dysfonctionnel car il se fait à l'encontre

des financements fiscal et monétaire (par anticipation de recettes fiscales) qui sont les instruments de financement adéquats à la logique redistributive et de production non marchande de l'État. De même, cette dysfonctionnalité se traduit par des déficits cumulatifs des budgets publics qui conduisent les États à financer de la dette par de la dette et à grignoter sans cesse leurs capacités à assumer leurs compétences politiques, économiques et sociales sur lesquelles est pourtant fondée leur utilité sociale, et donc leur légitimité aux yeux de l'ensemble des citoyens.

Ceci a été bien documenté dans le cas de la France (Lemoine, 2016 ; Théret, 2016). Lorsque celle-ci s'est reconstruite après 1945, elle l'a fait notamment, outre moyennant une « répression financière », par la mobilisation de ce qui était appelé le circuit (bancaire) du Trésor disposant de multiples « correspondants » dits aussi du Trésor, entreprises et particuliers. Ce circuit permettait *grosso modo* une émission non inflationniste de monnaie par la puissance publique fondée sur des anticipations d'impôts, soit une monnaie qui circulait dans le circuit propre du Trésor et était détruite par la fiscalité. Cette répression du pouvoir monétaire du Trésor et la mise sur le marché de la dette publique ont été en France initiées dès les années 1960 et ont pris la forme d'un détricotage systématique du circuit du Trésor, dont la disparition complète a été finalement actée dans le traité de Maastricht instituant l'Union économique et monétaire européenne (Lemoine, 2016).

La soumission des États à l'autorité des marchés financiers, via l'accumulation d'une dette publique « souveraine », est le fruit de la construction de ces marchés par les élites étatiques, les règles de fonctionnement des marchés auxquelles sont maintenant soumis les États ayant été établies par ces élites. La globalisation financière ne s'est donc pas imposée de l'extérieur aux États, elle est le produit des transformations des finances publiques propres à chacun d'entre eux ; les financiarisations privées des finances publiques se sont combinées dans l'espace international où l'hégémonie des États-Unis, ressourcée par le développement pionnier de son industrie financière dès les années 1970, s'est trouvée par là même renouvelée et renforcée (Lemoine et Théret 2017). Facteur premier de l'accumulation de la dette publique, la répression monétaire, conjointement à la restriction salariale et aux nouvelles formes de gouvernement des entreprises (valeur pour l'actionnaire et comptabilité *mark-to-market*), a été au fondement et est restée un pilier essentiel de la financiarisation néolibérale.

Or, par-delà leurs conséquences délétères sur la reproduction démocratique des sociétés, la

Dossier

> La dette publique
Colloque de Lille
20 octobre 2017

répression monétaire et l'accumulation d'une dette publique marchandisée sont la source d'une triple inefficacité : d'abord dans l'allocation des ressources via le crédit – à cause des effets d'éviction de la dette publique sur le crédit aux entreprises comme cela est particulièrement manifeste aux États-Unis ; ensuite dans la distribution des revenus – puisque la concentration de la richesse favorisée par les baisses d'impôts sur les haut revenus et la redistribution de l'impôt vers les rentiers via la charge de la dette publique conduit *in fine* à l'inflation des actifs financiers ; enfin pour

la croissance du bien-être des populations – dans la mesure où la répression monétaire, quand l'autofinancement de la dette par de la dette arrive à ses limites, renforce les tendances récessives générales du néomercantilisme, les réquisits de stabilité monétaire ne permettant pas de les contrecarrer par une politique monétaire adaptée, combinant stabilité monétaire et croissance. Ces inefficacités qui ont amplement participé à la genèse de la crise de la zone euro, justifient une définanciarisation de la dette publique qui équivaut à une sortie de la répression monétaire.

Conclusion

La finance globalisée et dérégulée est fautive de crises qui montrent qu'elle n'est pas à la hauteur de sa prétention à assurer les fonctions d'une monnaie internationale ; elle ne le fait qu'avec une très faible productivité, une grande instabilité et moyennant une haute inflation auto-entretenu de la valeur des actifs. Son développement est disproportionné et très inefficace pour répondre aux besoins du commerce et de l'investissement productif internationaux ainsi que pour le développement économique. La finance de marché n'est efficiente qu'en matière de développement de « l'industrie financière » elle-même. Elle est devenue une industrie du risque qui crée sa propre demande en faisant monter en permanence le niveau des risques financiers.

Il est donc légitime de définanciariser, c'est-à-dire de ramener la finance à des dimensions raisonnables afin de maîtriser les risques qu'elle fait peser sur nos sociétés et de sortir des crises dans lesquelles elle les plonge. Mais comment le faire ? On ne peut ici s'étendre sur les diverses propositions émanant soit d'économistes, soit de groupements des sociétés civiles. Disons seulement que l'idée essentielle qui les motive est de trouver une voie de sortie de l'enfermement dans la récession et les politiques d'austérité budgétaire qui l'entretiennent, sans pour autant retomber dans l'instabilité monétaire. Les propositions les plus courantes concernent soit le régime monétaire international, soit les régimes nationaux de pays dont la monnaie de cours légal est nationale. Or ces propositions ne sont pas adaptées au contexte des pays de la zone euro où la monnaie légale est supranationale. Elles supposent que l'autorité monétaire de la banque centrale et celle politique de l'État se déploient sur le même territoire, ce qui n'est pas le cas avec l'euro.

Dans la zone euro, c'est en s'inspirant des expériences monétaires de double monnayage fédéral-provincial dans des fédérations, là où deux

ordres de gouvernement se disputent les prérogatives de la souveraineté, qu'on peut le mieux imaginer une stratégie de réforme monétaro-financière qui, sans impliquer de sortir de l'euro, puisse être mise en œuvre unilatéralement par les États-membres pour compenser les politiques de financiarisation menées par la communauté européenne. En effet, sauf à sortir en faisant simultanément une réforme monétaire radicale du type « 100 % réserve » dépouillant les banques de leur pouvoir d'émettre de la monnaie et monétisant l'essentiel de la dette publique, toute sortie de l'euro ne pourrait se faire qu'avec une forte dévaluation de la nouvelle monnaie nationale qui provoquerait une violente augmentation de la dette publique et non sa réduction.

Aller en revanche vers un fédéralisme monétaire consisterait d'un côté à conserver l'euro en le considérant comme une monnaie non plus unique mais commune et partagée par tous les États membres, de l'autre à le compléter par la mise en circulation de moyens de paiement nationaux constitués de bons du trésor de petites dénominations et de durée limitée mais renouvelables, adossés comme toute dette publique à des anticipations d'impôts (« cours fiscal »), libellés en euro et maintenus à la parité avec lui (Théret, 2013b et 2014b).

Au plan historique, cette forme de quasi-monnaie complémentaire a été expérimentée encore récemment, entre 1984 et 2003, dans de nombreuses provinces argentines (Théret et Zanabria, 2007 ; Théret, 2013a) où, pour les plus importantes émissions, elle a bien rempli son office de réduction de la dette publique et de redynamisation de l'économie locale, sans créer de tension inflationniste ni subir de dévaluation par rapport à la monnaie centrale de cours légal.

Au plan constitutionnel ce type de stratégie est conforme au principe de subsidiarité qui reconnaît à tout État membre de l'UE la capacité de prendre

des initiatives propres en matière de politique fiscale et budgétaire. Car il ne s'agirait pas d'émettre une monnaie complète ayant cours légal, mais simplement des titres de crédit fiscal, destinés au règlement des dettes publiques à court terme (salaires, prestations sociales, achats de biens et services) et permettant aux citoyens et entreprises résidentes de régler *in fine* leurs dettes fiscales ; avec la garantie du cours fiscal, ces titres alimen-

teraient la circulation marchande dans l'espace national. Se doter d'une monnaie fiscale nationale complémentaire à l'euro bancaire pour éviter tout approfondissement des politiques d'austérité actuelles serait donc une politique réaliste qui pourrait être menée immédiatement et de façon unilatérale au niveau national sans aller fondamentalement à l'encontre des traités européens. ■

Bibliographie

- Amato M., Fantacci L. (2012). *The end of Finance*, Cambridge (U.K.), Polity Press.
- Bellofiore R., Garibaldi F., Halevi J. (2010). *The global crisis and the crisis of European Neomercantilism*, in Panitch, L., Albo, G., Chibber, V. (eds.), *The Crisis This Time: Socialist Register 2011*, Monthly Review Press/Merlin Press, New York/London, 120-146.
- Bernstein P. (2007). *Capital Ideas Evolving*, Hoboken (N.J.), John Wiley & Sons.
- Blanc J., Desmedt L., Le Maux L., Marques-Pereira J., Ould-Ahmed P., and Théret B. (2018). Monetary plurality in economic theory, in *Monetary Plurality in Local, Regional and Global Economies*, Gomez Georgina (ed.), London, Routledge.
- Bryan D., Rafferty M. (2007). Financial derivatives and the theory of money, *Economy & Society*, 36, 1, 134-158.
- Capelle-Blancard G. (2009). Les marchés dérivés sont-ils dangereux ?, *Revue économique*, 60, 1, 157-171.
- Deblock C. (2002). Du mercantilisme au compétitivisme : le retour du réfoulé, *Cahier de recherche 02-03*, Montréal, CEIM - UQAM, Septembre.
- Dembinski P. (2011). 15/08/1971 – 15/08/2011. 40 ans de la prise du pouvoir des marchés sur l'économie mondiale, *Le Temps*, Genève, 15 août.
- Fox J. (2009). *The Myth of the Rational Market. A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, New York, Harper Collins.
- Giraud G. (2014). *Illusion financière*, Paris, Editions de l'Atelier.
- Guttmann R. (1996). Les mutations du capital financier, in Chesnay F. (dir.), *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*, Paris, Syros, 59-96.
- Jacquillat B. (2009). La montée en puissance de la finance est-elle soutenable ?, *Revue française de gestion*, 198-199, Lavoisier, 229-240.
- Lemoine B. (2016). *L'Ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte.
- Lemoine B. et Théret B. (2017). Les assemblages de l'État de finance. Hiérarchisations des dettes publiques et réversibilité des politiques monétaires et financières en France, *Sociétés politiques comparées*, 41, janvier-avril, [En ligne].
- McKinnon R. (1988). Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1, 83-103.
- Minsky H. (1993). The Financial Instability Hypothesis, in Arestis, P., Sawyer, M. (eds.), *Handbook of Radical Political Economy*, Aldershot, Edward Elgar.
- Morin F. (2011). *Un monde sans Wall Street*, Paris, Seuil.
- O'Sullivan M. (2000). *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford, Oxford University Press.
- Stout L. A. (1988). The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, *Michigan Law Review*, 87, 3, 613-709.
- Taleb N. (2010). *Le cigne noir*, Paris, Les Belles Lettres.
- Théret B. et M. Zanabria (2007). Sur la pluralité des monnaies publiques dans les fédérations. Une approche de ses conditions de viabilité à partir de l'expérience argentine récente, *Economie et Institutions*, n° 10-11, 2007, pp. 9-66.
- Théret B. (2008). L'argent de la mondialisation : en quoi pose-t-il des problèmes éthiques. Un point de vue régulationniste commonsien, *Sociologies politiques comparées. Revue européenne d'analyse des sociétés politiques*, n° 10, déc. » [En ligne],
- Théret B. (2011). Du keynésianisme au libertarianisme. La place de la monnaie dans les transformations du savoir économique autorisé, *Revue de la régulation* [En ligne], 10/2^e semestre.
- Théret B. (2013a). Toward a monetary federalism? How the recent Argentinian monetary history can help to design a federal way out of the euro crisis combining a common European money and national complementary monies?, *International Conference Complementary and Community Currency Systems*, University Erasmus of Rotterdam, La Haye, 20 juin.
- Théret B. (2013b). Dettes et crise de confiance dans l'euro : analyse et voies possibles de sortie par le haut, *Revue française de socio-économie*, n° 12, décembre, pp. 91-124.
- Théret B. (2014a). Pourquoi on ne peut sortir de la crise actuelle du capitalisme et de la démocratie sans sortir de la globalisation financière, *Teoria Política*, nuova serie, Annali IV, 2014, pp. 135-165.
- Théret B. (2014b). Sortir d'en bas par le haut de la crise de l'Eurozone. Une réponse en termes de fédéralisme monétaire, *Revue du MAUSS permanente*, 20 mai [en ligne].
- Théret B. (2016). Dette publique et auto-répression monétaire des États, *Savoir/Agir*, 35, pp. 63-76.
- Uzinidis D., Patelis D. (2010). Le nouveau mercantilisme, la mondialisation et sa crise, *Recherches internationales*, 88, 19-40.
- Walter C., de Pracontal M. (2010). *Le Virus B. Crise financière et mathématiques*, Paris, Seuil.