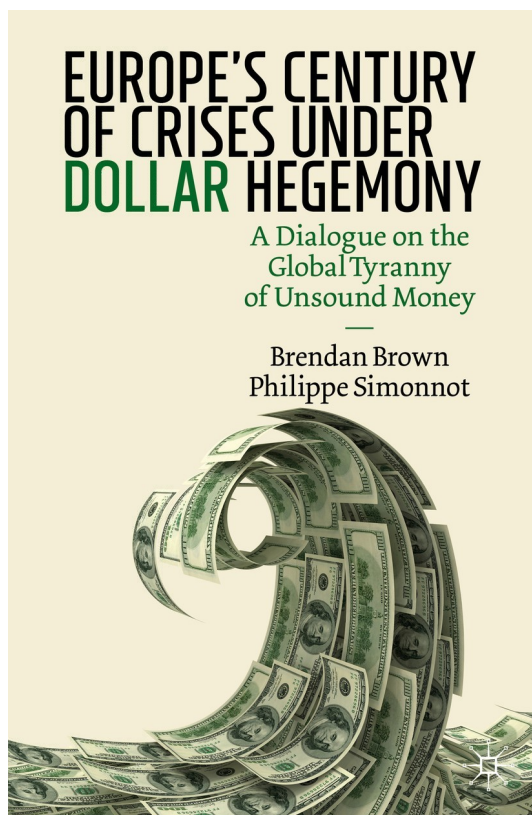




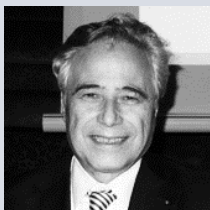
Europe's Century of Crises under Dollar Hegemony



Notes de lecture

de Brendan Brown et Philippe Simonnot
Palgrave Macmillan, 2020

recensé par
Jean-Pierre Centi



Jean-Pierre Centi est économiste, Doyen honoraire et Professeur émérite de l'Université d'Aix-Marseille. Il a dirigé le Centre d'Analyse Économique de la Faculté d'Économie Appliquée de 1984 à 2002. Il est actuellement vice-président de l'Académie des Sciences, Agriculture et Belles Lettres d'Aix-en-Provence.



Si l’on découpe l’histoire de la monnaie en tranches séculaires, l’on peut affirmer que le XXe siècle fut celui d’une monnaie malsaine, non par nature, mais en raison de la gestion préjudiciable que fut celle des banques centrales et en particulier de la politique monétaire américaine fondée sur l’hégémonie du dollar. C’est cette histoire que relate et condamne le récent ouvrage co-signé par Brendan Brown, expert au Hudson Institute et l’économiste Philippe Simonnot¹. Dans ce dialogue écrit en vingt-trois chapitres, Philippe Simonnot déploie ses talents de journaliste en interrogeant Brendan Brown sur les événements monétaires majeurs du XXe siècle jusqu’à la création de l’euro et aux crises qui marquent encore ces deux décennies du XXIe siècle.

L’hégémonie monétaire mondiale du dollar prend naissance au lendemain de la Première Guerre Mondiale et sera à l’origine de la faillite de la République de Weimar et du bouleversement des années 1930. Les accords de Bretton Woods affirmeront une nouvelle hégémonie du dollar qui provoquera l’effondrement du système en 1973. Les accords de la Jamaïque (8 janvier 1976) mettront fin au régime des parités fixes « mais ajustables » et à la dépendance *directe* des politiques monétaires nationales vis-à-vis de la politique monétaire américaine. Le flottement des monnaies qui prendra la relève n’aura rien à voir avec des changes flexibles purs. Le flottement « impur » ne sapera pas l’hégémonie du dollar : celle-ci deviendra *indirecte*, forçant les autorités monétaires des pays autres que les États-Unis à garder les yeux rivés sur leurs balances commerciales respectives tout en favorisant l’inflation, c’est-à-dire en dépréciant leurs devises nationales. Car le mal est là : c’est l’inflation et ses corollaires, le

¹ B. Brown & Ph. Simonnot (2020), *Europe’s Century of Crises under Dollar Hegemony. A Dialogue on the Global Tyranny of Unsound Money*. Palgrave Macmillan (ed.)



mal-investissement, les bulles financières et les crises qui s'ensuivent.

À première vue l'ouvrage apparaît comme une analyse de géopolitique monétaire. Les auteurs entraînent le lecteur dans une dynamique captivante suivant la chronologie des événements. Mais ne nous y trompons pas. L'enjeu véritable n'est pas l'hégémonie du dollar en elle-même, mais celui d'une politique monétaire qui paradoxalement sacrifie délibérément la monnaie sur l'autel du jeu politique et du pouvoir et donc entrave le marché tout en laissant accroire que celui-ci serait la cause de tous les maux.

La nature du problème est avancée dès le premier chapitre : « L'essence de la monnaie saine, c'est la grande qualité des services rendus par les "rouages" placés sous la régulation automatique du mécanisme des prix »². L'énoncé ne va pas sans rappeler le principe de la politique de « monnaie saine » que Ludwig von Mises soutenait en 1912 dans *The Theory of Money and Credit*³. Ce principe que défend ardemment la théorie autrichienne est fondamental en ce sens que la monnaie saine est l'émanation du marché, c'est-à-dire de l'approbation spontanée d'un intermédiaire d'échange généralement accepté. Cela donne à la monnaie sa dimension d'institution sociale organique (Carl Menger, 1871)⁴. Pour que la monnaie soit saine, les pouvoirs publics ne doivent donc ni la manipuler ni s'immiscer dans les activités monétaires et bancaires. Pour les libéraux, ce principe a

² Notre traduction.

³ L. von Mises (2010 [1912], *The Theory of Money and Credit*. Pacific Publishing Studio. Cf. Chap. 21: "The principle of sound money."

⁴ C. Menger (1981 [1871]), *Principles of Economics*. Dingwall J. (ed.), New York: New York University Press.



valeur de constitution car il permet la protection des libertés civiles contre le despotisme.

Sans conteste, Brendan Brown et Philippe Simonnot s’inscrivent dans le sillage de l’École autrichienne d’économie dont l’idéal consiste en un système monétaire cohérent avec la liberté individuelle, la propriété privée et l’état de droit. La lecture de leur ouvrage suggère aussi un lien avec la thèse développée par Jacques Rueff dans *L’ordre social*⁵. N’écrivait-il pas que : « L’inflation, c’est de subventionner des dépenses qui ne rapportent rien avec de l’argent qui n’existe pas » ? Ces mots sonnent encore très fort aujourd’hui. L’on pourrait mettre l’ouvrage ici commenté en parallèle avec celui de Thomas Humphrey et Richard Timberlake (2019) qui montrent comment dans les années 1920 et 1930 la Fed a été source de désordre monétaire⁶.

L’histoire révèle qu’il n’est pas si facile de ligoter les mains des autorités monétaires. Pourtant les économistes libéraux reconnaissent que l’étalon-or classique est le système qui se rapproche le plus du principe de la monnaie saine. En Angleterre, le monométallisme or fut opérationnel depuis 1821. Lorsque l’Union Latine supprima la frappe libre de l’argent en 1873, la majorité des nations développées lièrent leurs monnaies à un poids d’or et rendirent les billets convertibles en or. Les États-Unis adoptèrent l’étalon-or en 1879.

La vertu de l’étalon-or est de générer une stabilité monétaire à long terme grâce aux libres flux de l’or (D. Hume)⁷. Le

⁵ J. Rueff (1967), *L’Ordre Social*. Troisième édition revue et augmentée.

⁶ R. M. Humphrey & R. H. Timberlake (2019), *Gold, the Real Bills Doctrine, and the Fed: Sources of Monetary Disorder*. Cato Institute.

⁷ Cf. L’approche monétaire de la balance des paiements et la réfutation du mercantilisme par D. Hume dans son *Essai sur la balance* de 1752.



rapprochement avec la monnaie saine provient du fait que l'étalon-or limite considérablement l'interventionnisme étatique et la possibilité pour les banques centrales d'injecter des « faux droits » qui, au sens de J. Rueff, corrompent la vie économique. B. Brown et Ph. Simonnot (Chap. 2) dénoncent à juste titre la « phobie de la déflation » qui est le plus souvent le motif invoqué par les opposants à l'étalon-or. Mais il ne faut pas confondre déflation et dépression : les deux phénomènes ne sont pas nécessairement liés. La déflation en elle-même signifie augmentation du revenu réel et permet de réaliser des gains de productivité ainsi qu'une croissance du PIB. Durant la période de l'étalon-or la déflation ne fut pas désastreuse et le système fonctionna correctement tant que les banques centrales n'en bloquèrent pas le fonctionnement.

La Grande Guerre changea la donne et l'accroissement considérable des réserves d'or des États-Unis en provenance des pays européens fit du dollar la devise de réserve prééminente. La Conférence de Gènes de 1922 mit en place le système hybride de l'étalon de change-or faisant du sterling et du dollar des substituts de l'or. Alors commença à s'exercer l'hégémonie mondiale du dollar (chapitre 4 de l'ouvrage). Milton Friedman (1961) a qualifié ce système de « pseudo étalon-or » violant les principes libéraux et ouvrant la porte aux manipulations monétaires⁸. B. Brown soutient que ce système déclencha la pratique systématique de l'inflation. D'abord pour combattre la « Grande Récession » de 1920-1921, la politique de prix stables de Benjamin Strong provoqua une inflation des actifs. Ensuite, dans le sillage du plan Dawes destiné à la République de Weimar, la Fed alimenta une bulle d'actifs qui se solda par le crash de Wall Street en 1929, l'effondrement de la Bourse allemande, puis la faillite de la banque Credit-Anstalt de Vienne le 11 mai 1931 qui entraîna le

⁸ M. Friedman (1961), « Real and Pseudo Gold Standards.» *Journal of Law and Economics*, 4 (October): 66-79.



cataclysme du système financier global et l’extension de la Grande Dépression. Reprenant la thèse de Murray Rothbard (1963)⁹, B. Brown marque son désaccord avec l’analyse de M. Friedman sur l’origine de la crise de 1929 et reproche à la Fed d’avoir cherché à stabiliser les prix après la récession de 1920, poussant ainsi artificiellement les taux d’intérêt à la baisse tout en favorisant une inflation des actifs ainsi que les effets de levier et les prêts internationaux à la République de Weimar.

L’étalon de change-or de l’entre-deux-guerres a été universellement condamné¹⁰. Le mensonge est d’affirmer à partir de cet échec que l’étalon-or a failli. Lors de la seconde Guerre mondiale, les flux d’or vers les États-Unis gonflèrent à tel point que la grande majorité des réserves mondiales y furent stockées. À la fin des hostilités, un retour à l’étalon-or international classique sembla peu propice même aux yeux de nombre d’économistes libéraux. M. Friedman (1961) qui reconnaissait les avantages de l’étalon-or le considérait désormais comme impraticable. L. von Mises (1966) admettait que l’étalon-or n’était pas parfait mais affirmait qu’il était le plus bénéfique de tous les systèmes et ajoutait que personne ne pourrait nous dire comment instaurer quelque chose de plus satisfaisant¹¹. De fait, les systèmes qui se sont succédé après la seconde Guerre jusqu’à nos jours n’ont rien de satisfaisant comme le démontrent B. Brown et Ph. Simonnot.

⁹ M. N. Rothbard (1963), *America’s Great Depression*. David Van Nostrand (ed.)

¹⁰ B. Eichengreen (1987), « Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System. » NBER Working Papers, N° 2193.

¹¹ L. von Mises (1985 [1966, 3^{ème} éd.]) *L’action humaine. Traité d’économie*. Presses Universitaires de France. (1^{ère} éd. 1949). Trad. française de la 3^{ème} édition par Raoul Audouin.



Le système de l'étalon-dollar instauré par les accords de Bretton Woods en décembre 1944 consistera, soutiennent les deux auteurs, en un « faux étalon-or » de nature essentiellement inflationniste (Chap. 7). Dans les années 1960 l'on parlait beaucoup d'inflation importée, notamment en Allemagne. Dans ce tourbillon de l'inflation que favorisait le keynésianisme et qui affectait la plupart des pays, la Bundesbank put consolider son pouvoir, se posant en gardienne d'une monnaie « saine » face aux autres monnaies « malades ». La Bundesbank a toujours été sensible à un système international solide et pourtant elle ne cessa de rejeter l'étalon-or alors qu'en France, sous l'influence de J. Rueff, Ch. De Gaulle défendait l'étalon-or classique. Contrairement au gouvernement fédéral qui avait des impératifs en matière de sécurité, la Bundesbank était aussi méfiante à l'égard d'une coopération monétaire européenne. Quand les Américains et Britanniques voulurent gonfler le volume des liquidités internationales, les réticences allemandes s'accrochèrent. L'Allemagne sous L. Erhard et la France eurent un rôle majeur dans les conflits autour de la balance des paiements américaine et de l'équilibre des cours de devises. Les DTS introduits en 1968 ne purent mettre fin à la crise du dollar dont la suppression de la convertibilité le 15 août 1971 marqua l'agonie du système.

L'entrée dans l'ère des monnaies exclusivement fiduciaires uniquement couvertes par les capacités fiscales de chaque nation fit accéder le DM au sommet de la scène européenne et de la scène mondiale (Chap. 8). Le dollar en souffrit quelque temps et la politique monétaire américaine fit une volte-face en se tournant vers les préceptes monétaristes promus par M. Friedman. La politique de modération de l'inflation par le contrôle de la masse monétaire que mena Paul Volcker n'a pas convaincu B. Brown et Ph. Simonnot (Chap. 9). Ayant déjà critiqué la politique de stabilité des prix (Chap.5), B. Brown réitère ses réticences aux principes



friedmaniens en considérant que ceux-ci ne recourent que très partiellement les arguments des défenseurs de la *monnaie saine* et sont loin de leur correspondre totalement. À l'époque, les *supply siders* (économistes de l'offre) tels A. Laffer, L. Lehrmann et autres, réclamaient un retour à l'étalon-or. Il est plutôt symptomatique que A. Greenspan se faisait alors le défenseur de l'étalon-or¹², mais lorsqu'il succéda à Paul Volcker il ne se priva pas d'agir amplement sur les taux d'intérêt tout en cherchant à modérer l'inflation. La politique monétaire appliquée aux États-Unis ne fut au mieux qu'un monétarisme de précaution.

Le soi-disant contrôle de l'inflation par la Fed et les autres banques centrales n'a rien d'un véritable succès et le flottement impur des monnaies n'a pas empêché l'accumulation de réserves en dollars par les banques centrales à travers le monde. La République Fédérale d'Allemagne était quant à elle accaparée par la perspective d'une fusion avec l'Allemagne de l'Est, ce qui préoccupait notamment la France, le Royaume-Uni et les États-Unis. C'est dans ce contexte que se négociait (Chap. 10) la création de l'Union Monétaire Européenne (UME).

Les divergences entre Helmut Kohl et le président monétariste de la Bundesbank Karl Otto Pöhl qui souhaitait maintenir un DM fort ne sont un secret pour personne. La France a voulu s'accrocher au DM, une attitude qui a permis la création de l'euro dont on sait qu'il s'agit en réalité d'une construction essentiellement politique. La zone euro n'a pas été un obstacle à l'inflation des actifs qui déclencha la grande crise de 2008. En analysant les contours de cette crise, B. Brown ne met pas suffisamment l'accent sur la faiblesse des ratios de fonds propres des banques (Chap.12) qui d'ailleurs auraient à être confrontés

¹² A. Greenspan (1966), "Gold and Economic Freedom." *The Objectivist* (July).



avec ceux beaucoup plus élevés de l'époque lointaine des banques libres d'Écosse (1715-1845). L'on pourrait aussi signaler qu'en Allemagne, 35% du marché bancaire, dont de nombreuses caisses d'épargne, sont dans le domaine public et que les banques privées occupent la part relativement faible de 19% du marché domestique, ce qui contribuerait à expliquer les différences entre le capitalisme américain et le capitalisme européen (Chap. 13), l'histoire des nationalisations bancaires et des banques publiques et parapubliques en France expliquant le reste de ces différences.

Les chapitres 16 à 19 concernent la politique de la Banque Centrale Européenne (BCE) et le bilan économique de l'UME. Il est montré que l'objectif de 2% d'inflation annuelle déclaré par le Conseil des gouverneurs en octobre 1998 n'a pas mis la zone euro à l'abri de la grande inflation d'actifs qui fut à l'origine de la crise de 2007-2008. S'ensuivent les dérives de la BCE sous la présidence de J.-Cl. Trichet et celle de M. Draghi (baisses successives du taux *refi*, programme SMP, les LTRO puis les TLTRO) jusqu'à l'assouplissement quantitatif adopté en mars 2015 par M. Draghi et maintes fois prolongé, y compris par Mme C. Lagarde en novembre 2019. L'on peut ajouter à cet arsenal la déferlante monétaire pratiquée pour faire face à la pandémie de la Covid-19, une politique monétaire ultra-accommodante finalisée en juin 2020 et programmant l'injection jusqu'en juin 2021 de 1350 milliards € de rachats de dettes – surtout publiques et aussi privées. Vraisemblablement la BCE ne s'arrêtera pas là. La BCE ne respecte plus les règles statutaires, son indépendance présumée est clairement détournée et l'extrême faiblesse des taux d'intérêt qu'elle entretient actionne l'engrenage de la monétisation des dettes publiques. Union Européenne et États-Unis sont allés dans la même direction pour des raisons différentes et dans un cas comme dans l'autre l'on ne peut



sérieusement écarter le risque d’une forte inflation et les coûts correspondants.

Aujourd’hui, 60% de la totalité des réserves en devises étrangères sont détenues en dollars ou en bons du Trésor américains. La question posée par B. Brown et Ph. Simonnot et de savoir si la pandémie peut ruiner l’hégémonie monétaire américaine. Le dialogue des deux auteurs s’achève par l’exposé des scénarios qui s’articuleraient selon l’intensité de l’inflation (Chap. 20-21-22). Une forte inflation aux États-Unis pourrait selon B. Brown être le facteur déclenchant d’une politique radicalement différente fondée sur la préservation d’un dollar sain. Washington aurait alors beaucoup à gagner par l’hégémonie d’un dollar sain car un large groupe de pays rattacheraient leurs devises à cet étalon dollar. Cette situation pourrait inciter l’Allemagne et certains de ses voisins (l’axe actuel germano-batavo-austro-balte des faucons) à vouloir également instaurer une monnaie saine, (un nouvel euro), ce qui signifie un éclatement par le haut de la zone euro et la création d’un nouvel euro, l’Allemagne devenant ainsi le leader d’une union monétaire réduite. Si tel n’était pas le cas l’hégémonie du dollar souffrirait de la forte inflation et tout dépendrait alors de la réaction allemande car les épargnants allemands souffriraient de l’inflation importée en Europe, mais il est peu probable que la déperdition de l’hégémonie américaine soit un facteur de cassure de l’UME.

Nous sommes dans une période où la Fed, la BCE et les autres banques centrales font sauter tous les verrous de la création monétaire afin de soutenir des économies fragilisées par la crise du coronavirus. La technocratie monétaire s’affranchit de toutes les contraintes de la création monétaire afin de procurer avantageusement un maximum d’aides publiques. Certains vont même jusqu’à proposer une « théorie monétaire moderne », prétendant que toutes les contraintes de la création monétaire ne



sont qu'imaginaires et préconisent de créer autant de monnaie que de besoin. Le despotisme est bien le danger qui nous guette et l'on mesure toute la portée de la démarche théorique de James Buchanan qui, dans ses travaux d'économie politique constitutionnelle, n'a jamais cessé de plaider pour une constitution monétaire¹³. La Cour Constitutionnelle de Karlsruhe qui a mené un recours *ultra vires* contre la BCE considère que celle-ci outrepassse ses attributions, prenant ainsi le contrepied de la Cour de Justice de l'Union Européenne. Ce sont là autant de faits qui incitent fortement à la lecture du dialogue qui vient d'être publié entre B. Brown et Ph. Simonnot.

La parution de l'ouvrage arrive à un moment crucial. Replacer le rôle des banques centrales dans une perspective historique ou évolutionniste est doublement important. En donnant un bel éclairage sur le passé les auteurs nous permettent d'une part de mieux comprendre la situation actuelle, d'autre part de comparer les divers systèmes et leurs aptitudes à faire respecter les contrats de droit privé et l'état de droit. Parmi eux, le système des monnaies privées en concurrence qui naîtrait de l'essor actuel de monnaies dites virtuelles et émergerait d'une approbation spontanée serait en pleine conformité avec les mécanismes du marché et donnerait de meilleures monnaies, en tout cas des monnaies non inflationnistes et donc saines. Ce scénario est celui d'un futur qui n'est peut-être pas si éloigné.

¹³ J. M. Buchanan (2010) « The Constitutionalization of Money. » *Cato Journal*. Cato Institute. Vol. 30 (2): 251-258.