

"Les théories positives de la monnaie" d'Aftalion et de Nogaro : quelques fondements de l'institutionnalisme monétaire

Daouda Drabo *

12 mai 2016

« Un mouvement des prix est un fait historique, qu'il faut d'abord observer sans idée pré-conçue. Quant à son interprétation, elle ne saurait consister seulement dans un effort de vérifier quelques hypothèses suggérées par une conception a priori et simpliste du phénomène. Elle exige un travail patient pour saisir les faits et les relations intelligibles qui les unissent, dans des cadres historiques et géographiques définis. Le travail de synthèse qu'exige ici la théorie ne peut venir qu'ensuite. »(Nogaro, 1947, p.40)

Résumé

La « théorie positive de la monnaie » trouve ses racines dans les crises monétaires des années 1920. Cette théorie a été parachevée dans les années 1940, suite aux crises monétaires des années 1940 et ses précurseurs sont : Nogaro et Aftalion. Selon eux, le change constitue la variable fondamentale des phénomènes monétaires, ce qui correspond à une réfutation de la théorie quantitative de la monnaie et de la théorie de la parité du pouvoir d'achat. Afin de mieux cerner les apports de la théorie positive de la monnaie, notre article poursuivra deux objectifs. Il s'agira, dans un premier temps, de mettre en exergue les différentes versions de la théorie positive de la monnaie. Puis, dans un second temps, il sera question de faire un rapprochement entre théorie positive de la monnaie et institutionnalisme monétaire.

*Laboratoire d'Économie de Dijon (LEDi), daouda.drabo@u-bourgogne.fr

1 Introduction

Alors que la plupart des économistes faisaient allégeance à la théorie quantitative de la monnaie quant à l'explication des phénomènes monétaires des années 1920, Nogaro et Aftalion, deux économistes français de l'époque, de par leurs observations des faits, s'opposèrent farouchement à la théorie monétaire dominante. Pour les partisans de la théorie quantitative de la monnaie, la quantité de monnaie en circulation est la principale variable explicative des prix et du change ; une thèse à laquelle Nogaro et Aftalion n'adhéraient pas. Ce faisant, ils proposèrent des cadres théoriques alternatifs permettant de comprendre les phénomènes monétaires. Pour eux, le change est la principale variable explicative des crises monétaires. Leurs interprétations des phénomènes monétaires prennent la forme d'une « théorie positive de la monnaie » dans les années 1940, celle-ci se veut une théorie basée sur les faits et dans laquelle le change joue un rôle prépondérant. Il existe, selon ses précurseurs, deux relations possibles entre le change et les prix ; la seconde relation est celle qui permet de comprendre la dynamique des crises monétaires. Cependant, la nature des relations qui lient le change au prix diffèrent ; deux versions de la théorie positive de la monnaie sont à distinguer.

Plusieurs décennies après, des travaux menés principalement par Aglietta et Orléan¹ débouchent sur un nouveau cadre théorique permettant d'appréhender les questions monétaires. Pour ces auteurs, la « confiance » et les « facteurs institutionnels » jouent un rôle très important dans la compréhension des phénomènes monétaires. En effet, dette, souveraineté et confiance constituent les piliers de la monnaie². Orléan (2011) a mis en relief les similitudes entre l'institutionnalisme monétaire et la thèse défendue par Aftalion. Ainsi, la détérioration de l'unité de compte constitue le principal point commun entre Aftalion et l'institutionnalisme monétaire. Ce facteur est au centre de l'analyse monétaire de Nogaro, qui a établi un lien entre les phénomènes d'indexations et la dynamique des crises monétaires.

Quels sont alors les fondements de la théorie positive de la monnaie dont Aftalion et Nogaro se réclament ? Quels en sont les spécificités ? Quels sont les liens possibles entre la théorie positive de la monnaie et l'institutionnalisme monétaire ?

1. Voir Aglietta et Orléan (1982, 1998, 2002), Orléan (2011)

2. Aglietta et al. (2016), Théret (2007)

2 Les fondements de l'institutionnalisme monétaire

2.1 L'institutionnalisme monétaire et la nature de la monnaie

L'institutionnalisme monétaire partage avec le chartalisme la même conception de la monnaie. C'est le constat fait par Aglietta et Orléan « En raison de l'accent mis sur la confiance et la dimension institutionnelle, notre conception comme celle de Simmel appartient à ce qu'il est convenu d'appeler « approche chartaliste » ou « institutionnaliste ». Elle s'oppose à l'approche métalliste, encore appelée « réaliste ». »(Aglietta et Orléan, 2002, p.103). La théorie institutionnaliste de la monnaie rejette la conception de la « monnaie-marchandise » au profit de la conception nominaliste de la monnaie. La monnaie est avant tout une unité de compte. A ce sujet, Orléan affirme : « Ce modèle très schématiquement décrit, en ce qu'il fait de l'adhésion collective des sociétaires le moment crucial de la construction monétaire, les diverses fonctions s'en déduisant, répond pleinement aux attentes précédemment énoncées quant à ce que devrait être une théorie pertinente de la monnaie. Il saisit l'essence de la monnaie dans sa nature de lien institutionnel, comme ce qui réunit les agents marchands séparés en leur offrant une définition légitime de la valeur. C'est la fonction « unité de compte » qui exprime le plus adéquatement cette dimension intégratrice que revêt la monnaie dans notre approche, en tant que langage commun grâce auquel les producteurs-échangistes peuvent se reconnaître, dialoguer et échanger. »(Orléan, 2007a, p.7) . A partir de ces éléments d'analyses, il ressort que l'unité de compte joue un rôle central dans « l'approche institutionnaliste » de la monnaie. Autrement dit, l'approche défendue par l'institutionnalisme monétaire est la conception nominaliste de la monnaie dans laquelle la monnaie est perçue comme une unité de compte.

2.2 Le noyau dur de l'institutionnalisme monétaire

Dans un ouvrage collectif de 2007, consacré à la monnaie, Théret expose ce qui considère comme les piliers de la monnaie : « Dette, souveraineté, confiance, ce sont là précisément les trois soubassements de la monnaie mis en avant dans *La monnaie souveraine* pour formuler une théorie de la monnaie susceptible de valoir pour un vaste ensemble de sociétés, et non pour les seules sociétés capitalistes actuelles. »(Théret, 2007, p.20). Comme on peut le constater, la monnaie a trois piliers : dette, souveraineté et confiance ; ceux-ci permettent de comprendre la monnaie et d'analyser les phénomènes monétaires.

• Dette et souveraineté dans l'approche institutionnaliste de la monnaie

Selon Théret,« La monnaie apparaît d'abord comme unité de compte, ce par quoi elle constitue une première forme de représentation symbolique unitaire de la totalité sociale. La monnaie permet aussi de faire

circuler dettes et créances entre les membres de la société, ce qui lui donne un second type d'unité dans le cours de sa reproduction dans le temps : une unité dynamique. Elle est alors moyen de paiement des dettes, que celles-ci prennent la forme de dettes remboursables par le débiteur dans le cours de son existence ou de rentes viagères et perpétuelles non remboursables. La monnaie qui circule dans la chaîne des paiements est ce qui permet que les dettes soient honorées et donc relancées dans un cycle qui constitue le cœur de la reproduction sociale. En tant qu'unité de compte et moyen de paiement, elle est donc un lien social clé, un opérateur de totalisation unifiant le système des dettes et le reproduisant en dynamique »(Théret, 2007, p.21). Ainsi, c'est grâce à la monnaie que les dettes se forment et se déplacent, c'est aussi grâce à elle que l'on parvient à s'acquitter de ses dettes. Ainsi, il ressort que la monnaie revêt deux fonctions importantes : une unité de compte et unité de paiement. Mieux, grâce à la monnaie les contrats sont susceptibles de s'établir dans le temps, la dette peut s'étaler dans le temps d'où son caractère dynamique.

La souveraineté occupe aussi une place importante dans l'approche institutionnaliste de la monnaie. Elle s'exprime à travers la nature que revêt la monnaie dans l'approche institutionnaliste. A cet effet, Orléan et Aglietta écrivent : « L'unité de compte désigne la manifestation la plus abstraite de la souveraineté de la monnaie. Elle définit un langage commun, le langage du nombre, pour tous les propriétaires de marchandises... Elle délimite l'espace monétaire, c'est-à-dire l'espace où peuvent s'inscrire des évaluations immédiatement commensurables. »(Aglietta et Orléan, 2002, p.107). Ainsi, dans l'approche institutionnaliste, « l'unité de compte » est l'expression de la souveraineté monétaire ; ce qui signifie que si l'unité de compte se détériore alors la souveraineté monétaire est en cause.

• **Le rôle de la confiance dans l'approche institutionnaliste de la monnaie**

La confiance constitue l'un des fondements de l'approche institutionnaliste de la monnaie. Théret a établi un lien entre les différentes formes de confiance dans la monnaie et les fonctions de la monnaie : « On peut alors considérer que ce qui différencie ces deux formes de confiance est que la confiance méthodique concerne les moyens de paiement tandis que la confiance éthique est attachée au système de compte. En effet, les moyens de paiement sont des signes objectivés qui doivent être acceptés dans les échanges routiniers pour que se constitue la confiance méthodique. L'unité de compte, en revanche, est le signe abstrait d'une relation entre individus et tout social, signe de l'appartenance à une communauté où l'on parle le même langage des prix et des tarifs. »(Théret, 2007, p.44). Ainsi, selon lui, la « confiance méthodique » est associée à la fonction de « moyen de paiement » et la « confiance éthique » à la fonction d'unité de compte si bien que la remise en cause de cette dernière est l'expression d'une perte de « confiance éthique ». De même, une détérioration de la fonction de paiement est le signe d'une perte de confiance méthodique.

En ligne avec Théret, Orléan (2007a) met en exergue les différentes phases d'une crise monétaire : « Voilà, à nos yeux, un point qu'il ne faut pas négliger. Il y a crise monétaire dès lors que cette

conflictualité s'exprime au grand jour et que l'unité de l'espace monétaire se trouve remise en cause. Autrement dit, dès lorsque certains agents ont recours, dans leurs échanges, à des « monnaies partielles privées », que ce soit en tant qu'unité de compte, qu'objet de thésaurisation ou que moyen de circulation. La crise suit ces trois stades. Son stade premier est le développement des pratiques d'indexation, à savoir le fait que différents acteurs économiques ne croient plus en l'unité de compte existante et utilisent divers supports pour rédiger leurs contrats. Dans notre perspective, ces supports s'interprètent comme autant de formes monétaires embryonnaires par lesquelles se donne à voir la remise en cause du monopole de représentation de la valeur abstraite. Cette remise en cause peut être le fait des salariés qui, de cette manière, expriment leur refus de s'intégrer au circuit monétaire existant dont les conditions de fonctionnement leur paraissent trop inéquitables. Le stade suivant de la crise est la fuite généralisée devant la monnaie en tant que moyen de réserve et la thésaurisation de nouveaux instruments. Le stade final est le refus pur et simple de la monnaie dans les transactions. »(Orléan, 2007a, p.9). Comme on peut le constater avec Orléan, il existe trois phases étroitement liées dans la dynamique des crises monétaires. Les phénomènes d'indexation, expression d'une détérioration de l'unité de compte, sont les facteurs permettant de saisir le déclenchement d'une crise monétaire ; cette phase marquée par les indexations est la première phase des crises monétaires. Il y a donc « crise de confiance éthique », car selon Théret (2007, p.62) « Lorsqu'il y a crise de la confiance éthique, c'est la « monnaie incorporée » qui est déstabilisée et le système de compte qui est contesté, ou alors il y a perturbation dans le régime de change entre les valeurs associées à la monnaie locale et celles associées aux monnaies étrangères ». La détérioration de l'unité de compte est le signe d'une perte de confiance car les agents économiques ne comptent plus en monnaie nationale mais dans une unité de compte extérieure. La deuxième phase d'une crise monétaire, selon Orléan, est caractérisée par la détérioration de la fonction de réserve de valeur. Autrement dit, dans cette phase, la monnaie nationale ne sert plus de réserve de valeur ; les agents économiques recherchent d'autres monnaies plus stables pour la constitution de leurs épargnes. Enfin, la dernière phase des crises monétaires est caractérisée par une détérioration de la fonction de moyen de paiement. Par conséquent, les crises monétaires traduisent la détérioration progressive des fonctions monétaires par ordre décroissant : premièrement la fonction de l'unité de compte, deuxièmement la fonction de réserve de valeur et enfin la fonction de moyen de paiement. Confiance, dette et souveraineté constituent donc les fondements de l'institutionnalisme monétaire. Bien avant d'établir les connexions possibles entre l'institutionnalisme monétaire et la théorie positive de la monnaie, nous mettrons en relief les fondements des théories positives de la monnaie.

3 Les fondements de la théorie positive de la monnaie

3.1 Les crises monétaires de la première moitié du XXème siècle : la version d'Aftalion

Les similitudes entre la théorie d'Aftalion et l'approche institutionnaliste ont été mises en relief par (Orléan, 2011). Nous passerons en revue la version d'Aftalion quant à l'explication des crises monétaires afin d'exposer les fondements de sa théorie psychologique ou positive de la monnaie.

3.1.1 Théorie positive de la monnaie à l'épreuve des crises monétaires : la version d'Aftalion

La théorie psychologique de la monnaie a permis à Aftalion d'expliquer la hausse vertigineuse des prix observée en Allemagne dans les 1920. L'Allemagne fait partie d'ailleurs des cas dans lesquels la théorie du revenu était invalide. Dans le cas de l'Allemagne, Aftalion (1948b, p.312) souligne : « L'action des facteurs psychologique est devenue quasi exclusive ». De ce fait, il analyse alors les effets de la variation de la valeur de la monnaie sur le comportement des agents économiques. Il développe à cet effet ce qu'il appelle la « politique de prix de remplacement » pour appréhender l'impact des « facteurs psychologiques » sur les prix. Ainsi, la « politique de prix de remplacement » serait un facteur essentiel dans la fixation des prix sur le marché. Cela l'amène à mettre en relief la différence entre « coûts de production » et « coûts de reproduction » Aftalion (1948a). Selon lui, le « coûts de production » n'est rien d'autre que le « le prix payé ». Quant aux « coûts de reproduction », il s'agirait du « prix de remplacement³ ». Comment la pratique de la « politique de prix de remplacement » affecte-t-elle les prix ?

Selon Aftalion (1948b, p.309) « Le facteur psychologique en action tendait à être de plus en plus la prévision. Comme on avait trop fréquemment constaté en Allemagne qu'au fléchissement du mark succédait une ascension des prix, on a admis, on a prévu de plus en plus que toute dépréciation du mark devait déterminer une diminution du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie, une hausse des prix. Cette prévision d'une hausse future accélérerait la hausse, finissait par la rendre immédiate. La montée des prix s'accomplissait instantanément à toute variation du change, sans intervention des revenus, par une dépréciation directe de la monnaie ». En fait, selon Aftalion, la « prévision » est le « facteur psychologique » par lequel la dépréciation du change entraîne une augmentation des prix « indépendamment d'une hausse des revenus », car par expérience les agents économiques savent qu'une dépréciation du change conduirait à

3. Aftalion développe ces notions lorsqu'il s'intéresse à ce qu'il appelle « l'économie dirigée »

une baisse du pouvoir d'achat.

En réalité selon Aftalion (1948b, p.315) : « Ils vendent aux prix auxquels ils peuvent eux-mêmes racheter leurs marchandises. Ou même à des prix tenant compte de la hausse qu'ils prévoient comme conséquence des baisses nouvelles du change national. Même les vendeurs de produits domestiques prévoient les conséquences des baisses du change et majorent leurs prix...Ils se basent non sur les prix auxquels ils avaient acheté, mais sur les prix auxquels ils pensent qu'il faudra racheter demain, après-demain, au moment où ils procéderont au réapprovisionnement du magasin ». La « politique de prix de remplacement » consiste donc à fixer le prix des bien non pas en fonction des coûts de production passés, mais en fonction des coûts de production futurs. Si les offreurs prévoient une hausse de ces derniers, alors ils augmentent les prix dans l'espoir de se « réapprovisionner » dans le futur. C'est ainsi que la « politique de prix de remplacement » entraîne une augmentation vertigineuse des prix dans un environnement marqué par des fluctuations importantes du taux de change. Aftalion met donc en relief deux notions importantes permettant de saisir la hausse vertigineuse des prix pendant les périodes de crises monétaires. Il s'agit des « politiques de prix de remplacement » ou de « coûts de reproduction ». Une variation du cours du change dans le sens de la hausse entraîne une hausse des « prix de remplacement » ou « des coûts de reproduction », ce qui conduit à une flambée des prix intérieurs.

L'analyse des crises monétaires par Aftalion met en relief la détérioration de l'unité de compte⁴. Selon Aftalion (1948b, p.269) : « Une longue accoutumance, une accoutumance millénaire à l'unité monétaire nationale explique l'attachement à l'unité monétaire, la confiance qu'elle possède et possédera perpétuellement un pouvoir d'achat... Cette croyance à la stabilité du pouvoir d'achat de l'unité monétaire agit elle même d'ordinaire comme un facteur important de stabilité. Et elle reste encore un facteur de résistance, elle agit comme un frein aux variations trop fortes des prix, quand de nouvelles conditions ont surgi ». Ainsi comme l'a souligné Orléan (2011), Aftalion met exergue l'importance de la détérioration de l'unité de compte dans l'explication des phénomènes monétaires. Sur ce point, Aftalion présente des similitudes avec la théorie de la confiance dans la monnaie. A ce sujet, Orléan (2011, p.177) fait le constat : « Cette analyse de la crise monétaire offre des convergences intéressantes avec nos propres réflexions en raison du rôle central qu'y joue la mise en cause de l'unité de compte ». L'interprétation de ces faits monétaire a permis à Aftalion de mettre en place la théorie positive ou psychologique de la monnaie. Celle-ci prend ses sources dans la théorie du revenu à laquelle Aftalion apporte des modifications.

4. Voir Orléan (2011, p.177)

3.1.2 Les fondements de la théorie du revenu d'Aftalion

Aftalion (1948b) s'est basé sur la théorie du revenu développée par Cantillon, Tooke et Wieser respectivement aux XVIIIème, XIXème et XXème siècles pour tenter d'expliquer la hausse des prix qui a eu lieu en Europe dans la première moitié du XXè siècle. Selon cette théorie, les sources de l'augmentation des prix se trouvent dans l'augmentation des revenus⁵. Tels sont les fondements de la théorie de revenu développée par Aftalion, qui peut se résumer comme suit : « On doit dire que l'ordre de succession des phénomènes est celui-ci 1° hausse des changes étrangers; 2° variation immédiate des certains prix, prix des produits importés et exportés; 3° variation des revenus; 4° généralisation de la hausse des prix; 5° variation des éléments monétaires, de V, de V'⁶, de M' et de M . Certains prix haussent directement sous l'influence des prix extérieurs et du change indépendamment du revenu. Mais l'accroissement du revenu qui, pour partie, résulte de l'ascension de ces prix entraîne ensuite la généralisation du mouvement, la hausse des prix domestiques. Nombre d'individus se sentant plus riches attachent moins d'importance à chacune des unités monétaires et sont disposés à donner plus d'argent pour les marchandises qu'ils désirent plutôt que de s'en passer. La courbe de leur demande augmente. D'où hausse des prix. » (Aftalion, 1948b, p.187). De ce qui précède, il ressort un enseignement. Premièrement, la dépréciation du change est susceptible d'entraîner une hausse du revenu national. Le revenu est le premier canal par lequel la dépréciation du change conduit à une augmentation des prix. Deuxièmement, la théorie des prix exposée par Aftalion est une théorie de l'inflation basée sur la demande. La variation de la demande due à une hausse du revenu constitue le dernier canal par lequel le change entraîne une hausse des prix.

L'apport d'Aftalion⁷ à la théorie du revenu est d'avoir établi le lien entre le taux de change et le revenu. Mais après confrontation de cette théorie aux faits, Aftalion souligne les insuffisances de celle-ci quant à l'explication de l'hyperinflation dans certains pays. A ce sujet, Aftalion (1948b, p.244) affirme : « Mais si on passe à d'autres expériences, à celles qu'on a pu observer dans certains des pays de l'Europe centrale, où le papier-monnaie avait subi les énormes dépréciations que l'on sait, la théorie du revenu ne semble plus satisfaisante. Et de même que les expériences jusqu'ici considérées ont amené à la théorie du revenu, de même les expériences des pays de l'Europe centrale, l'expérience allemande notamment, incitent à certaines corrections ou additions à la théorie du revenu ». Ainsi, la théorie du revenu est incapable comme la théorie quantitative de la monnaie d'expliquer la hausse vertigineuse des

5. Aftalion (1948b)

6. « V désigne la vitesse de circulation de la monnaie en circulation, V' la vitesse de circulation des dépôts en banque transmissible par chèque, M la monnaie en circulation et M' les dépôts en banque transmissibles par chèque » (Aftalion, 1948b, p.19)

7. (Aftalion, 1927, 1948b)

prix en Allemagne ; ce contre-exemple invalide en partie la théorie du revenu. Les insuffisances de la théorie du revenu débouchent sur la « théorie psychologique ou positive de la monnaie ».

3.1.3 De la théorie du revenu à la théorie psychologique ou positive de la monnaie

La théorie psychologique de la monnaie est un prolongement de la théorie de revenu. Cette théorie a permis à Aftalion de combler les lacunes de la théorie du revenu, et donne de nouveaux fondements à la valeur de la monnaie ; le change est à la fois un « facteur quantitatif et qualitatif » de la valeur de la monnaie.

- **Les fondements de la « valeur de la monnaie »**

Pour Aftalion (1948b, pp.388-91) : « La valeur sociale de la monnaie va résulter de ces appréciations individuelles...De la valeur sociale de la monnaie, fait objectif, nous remontons alors à sa valeur individuelles, aux mobiles internes, subjectifs, qui constituent le véritable fondement de la valeur de la monnaie... Dans ce fondement de la valeur individuelle de la monnaie, de même qu'au premier degré de l'explication, entrent des éléments quantitatifs et des éléments qualitatifs ». La valeur de la monnaie provient des « appréciations individuelles » que les agents économiques font de la monnaie. Ces appréciations individuelles ont deux composantes : une quantitative et l'autre qualitative.

Le facteur quantitatif permettant d'appréhender la valeur de la monnaie est le revenu. En effet, selon Aftalion (1948b, p.391) : « L'élément quantitatif c'est le revenu, le revenu en monnaie, le revenu nominal. A quoi s'ajoute parfois une partie du capital utilisée comme revenu. L'importance que chacun attache à l'unité monétaire décroît avec le nombre des unités monétaires que comprend son revenu. Toutes autres choses égales, on apprécie d'autant plus l'unité monétaire qu'on se sait moins riche, qu'on dispose de moins d'unités monétaires ». D'un point de vue quantitative, la valeur de la monnaie dépend du revenu que chaque agent économique possède. Et, plus le revenu en monnaie est élevé moins la monnaie a de la valeur. Il existe donc une relation décroissante entre le revenu et la valeur de la monnaie⁸ ; le revenu constitue l'indicateur quantitatif de la valeur de la monnaie. Quant aux variations du revenu, Aftalion distingue les déterminants du revenu dans les régimes de convertibilité et d'inconvertibilité : « Dans le cas d'inconvertibilité, les facteurs principaux des variations du revenu sont, d'une part, l'augmentation du papier-monnaie, et d'autre part, le change. Dans le cas de convertibilité, les facteurs de variation du revenu sont surtout la production de l'or, les relations avec l'étranger et peut être aussi les crédits bancaires. » (Aftalion, 1948b, p.393). D'un régime de convertibilité à un régime d'inconvertibilité, les facteurs de variation du revenu sont diverses ; cela implique que les déterminants de valeur de la monnaie ne sont pas universels, et dépendent du régime monétaire dans lequel l'on se trouve.

8. Voir Dangel-Hagnauer (2002) sur la théorie marginaliste de la monnaie d'Aftalion.

Dans un régime d'inconvertibilité, « le change » et le « papier-monnaie » sont les déterminants du revenu et donc de la valeur de la monnaie. Autrement dit, lorsque le cours du change et/ou le papier-monnaie augmentent, le revenu augmente si bien que les prix augmentent.

Les prévisions constituent, dans la théorie psychologique, le facteur qualitatif permettant d'appréhender la valeur de la monnaie. Aftalion associe à chaque régime monétaire les déterminants des prévisions : « Au cas d'inconvertibilité, le facteur du changement des prévisions consiste surtout dans le change. C'est par les prévisions tenant aux variations du change que nous avons expliqué les variations des prix dans les pays où la dépréciation de la monnaie avait été extrêmement forte quelques années après la guerre de 1914. Dans le cas de la monnaie d'or ou d'argent, de billet convertible, les prévisions jouent un rôle beaucoup plus faible quant aux variations de la valeur de la monnaie tenant à la monnaie. » (Aftalion, 1948b, pp.393-94). Selon Aftalion, le change est l'indicateur par le biais duquel les agents économiques forment leurs prévisions. Ainsi, une variation du change se traduit par une modification des prévisions, d'où une variation de la valeur de la monnaie. Par ses actions quantitative et qualitative, la dépréciation du change conduit à des flambées de prix. Raison pour laquelle, le change constitue le noyau dur de la théorie psychologique de la monnaie développée par Aftalion. Nogaro, contrairement à Aftalion, analyse la relation change - prix sous un autre angle. Nogaro va au delà des « facteurs subjectifs » qui lient le change au prix. Les coûts constituent, pour Nogaro, les canaux par lesquels une dépréciation du change conduit à une hausse des prix intérieurs.

4 Les fondements de la théorie positive de Nogaro

4.1 Les crises monétaires de la première moitié du XXème siècle : la version de Nogaro

4.1.1 Les crises monétaires des années 1920

En 1922, Nogaro publie un livre intitulé : *Réparations, dettes interalliées, restauration monétaire*, ouvrage consacré à l'épineuse question de réparation et aux problèmes monétaires en Europe, et en particulier en Allemagne. Cet ouvrage constitue un véritable pamphlet contre la théorie quantitative de la monnaie et la théorie de parité de pouvoir d'achat. Pour Nogaro, la question des crises monétaires va au-delà de la régulation de la masse monétaire. A cet effet, il affirme : « En dehors d'un programme assez vague adopté plus tard à Gênes, - sur lequel nous reviendrons, - les grands congrès internationaux se sont bornés jusqu'ici à prodiguer aux pays à change instable les bons conseils : équilibrer le budget, afin de réduire l'inflation, et réduire l'inflation, afin de faire baisser les prix et d'améliorer

le change. Or, par une singulière ironie des choses, nous avons vu récemment, en Allemagne notamment, le change se déprécie d'abord, par sautes brusques et énormes, et sa chute provoquer la hausse des prix qui, à son tour, provoque des émissions de billets nouvelles, et aggrave le déséquilibre budgétaire! Car c'est bien dans ce sens, - diamétralement opposé, cette fois du moins, à celui que suppose une théorie un peu simpliste -, que nous voyons actuellement se dérouler le cycle des événements! » (Nogaro, 1922, p.109). Nogaro s'oppose à la théorie quantitative de la monnaie dans le sens où l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation n'est pas la cause de la hausse des prix, mais la conséquence de cette dernière. Il s'oppose aussi à la théorie de la parité de pouvoir d'achat, parce que le change agit sur les prix et non le contraire. La thèse défendue par Nogaro se rapproche de celle de la théorie de la balance des paiements, développée en Allemagne par Helfferich (1923) dans son livre *Das Geld* traduit en Français en 1927. Selon Helfferich : « The chain of causes and effects is, therefore : First came the depreciation of the German currency by the overburdening of Germany with international liabilities and by the French policy of violence. Thence followed a rise in the prices of all imported commodities. This led to a general rise in prices and wages, which in turn led to greater demand for currency by the public and by the financial authorities of the Reich ; and finally, the greater calls upon the Reichsbank from the public and the financial administration of the Reich led to an increase in the note issue. In contrast, therefore, to the widely held view, it is not "inflation" but the depreciation of the currency which is the first link in this chain of cause and effect. Inflation is not the cause of the rise in prices and of the depreciation currency, but latter is a cause of the higher prices and of the greater volume in the issue of paper money »(Helfferich, 1927, p.601). Dans la théorie de la balance des paiements ; le change est une variable explicative des prix, le change agit sur les prix via le renchérissement des biens importés. C'est la même thèse défendue par Nogaro : « Nous arrivons ainsi à une conception diamétralement opposée à celle de M. Cassel il existe bien une corrélation entre le change, et la parité des pouvoirs d'achat : mais la parité du pouvoir d'achat, loin de déterminer le change, s'établit d'après lui. Envisagée dans ce sens, la relation de cause à effet s'explique d'ailleurs aisément : lorsque les importateurs voient leurs prix de revient monter, par suite des prix auxquels leur reviennent les traites sur l'étranger, il en résulte une hausse des prix des produits importés, qui se répercute sur l'ensemble des prix intérieurs, - plus ou moins d'ailleurs, selon l'état de ce marché et aussi selon que ces produits entrent ou non comme matière première ou moyens de transformation dans la composition des autres marchandises. »(Nogaro, 1922, pp.116-17). En effet, pour Nogaro, la dépréciation du change conduit à une hausse des prix via l'augmentation des prix des biens importés. De plus, Nous retrouvons l'idée de l'endogenité de la monnaie dans les deux approches. En effet, pour Helfferich et pour Nogaro, ce sont les prix qui expliquent la quantité de monnaie en circulation ce qui constitue une réfutation de la théorie quantitative de la monnaie. Dès lors, les similitudes entre Helfferich et Nogaro se situent essentiellement à deux niveaux. Un premier niveau où le change agit sur

les prix et un second niveau où ce sont les variations des prix qui entraînent les variations de la quantité de monnaie en circulation. Cependant, Nogaro va plus loin que la théorie de la balance des paiements dans son explication des phénomènes monétaires. Il met en exergue une double relation entre le change et les prix. Dans un régime de forte inflation, Nogaro ajoute un deuxième niveau d'explication des prix. Il écrit : « Enfin, il y a d'autres motifs d'ordre psychologique qui, en présence d'un change déjà fortement déprécié, tendent à provoquer un mouvement de hausse des prix en relation étroite avec le mouvement du change. Ainsi, on a vu, en Allemagne, sur l'annonce d'une chute du mark, la foule, avertie déjà, par l'expérience, d'une corrélation entre les deux phénomènes, se précipiter dans les magasins, contribuant ainsi à provoquer la cherté qu'elle redoutait. Mais il y a plus encore : lorsque, par suite d'une dépréciation croissante de la monnaie intérieure, personne ne sait plus ce que cette monnaie vaudra le lendemain ; lorsque le commerce, obligé de baser ses opérations, non pas sur un prix de revient antérieur, mais sur un prix de remplacement futur, qu'il ignore, en arrive à formuler ses contrats en or ou en devises étrangères et à fixer ses prix d'après la cote du dollar, la corrélation entre le mouvement des prix et le change devient tout à fait étroite. »(Nogaro, 1922, pp.117-18). Nogaro avance que les facteurs psychologiques sont susceptibles d'entraîner la hausse des prix dans un environnement marqué par une instabilité monétaire. Sur ce point, Nogaro et Aftalion partagent le même point de vue, mais Nogaro va au-delà de ces « facteurs psychologiques » qui lient le change au prix. La relation change - prix peut s'expliquer à travers les phénomènes d'indexation des prix sur le cours du change. Dans ce cas de figure, les prix suivent l'évolution du change. Au-delà même du caractère inflationniste de ces pratiques d'indexation, celles-ci mettent en relief la détérioration de l'unité de compte, car les agents économiques ne se réfèrent plus à l'unité de compte nationale dans l'établissement des « contrats » ; ils se réfèrent à une unité de compte plus stable. Ce faisant, la monnaie nationale perd progressivement sa fonction d'unité de compte au profit d'une monnaie étrangère. Comme on peut le constater, Nogaro pose dès 1922 le problème des crises monétaires : l'instabilité entre l'unité de compte et l'unité de paiement.

Deux ans plus tard, dans son ouvrage *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Nogaro révèle que ce fléau ne touche pas uniquement l'Allemagne. D'autres pays de l'Europe sont touchés par les crises monétaires du même type. Il affirme : « Au total, la dépréciation intérieure de la couronne, longtemps inférieure à la perte au change - dans la période d'Ausverkauf - s'est accélérée à partir de 1921, ainsi qu'il arrive dans les pays (Allemagne, Pologne, etc...) où la dépréciation est telle que la coutume s'établit de fixer instantanément les prix intérieurs d'après la cote du change ; et elle avait atteint, au moment de la stabilisation de la couronne, un niveau assez voisin de celui de la perte au change, les prix intérieurs étant à peu près à la parité des prix mondiaux. L'arrêt dans la hausse paraît s'être manifesté presque aussitôt que la couronne a été stabilisée et, en dépit de l'augmentation de la circulation intérieure. »(Nogaro,

1924, pp.132-33). Comme on peut le noter avec Nogaro, les crises monétaires mettent en relief la question de la nature de la monnaie. Suite à l'étude des crises monétaires, Nogaro, convaincu du rôle des monnaies étrangères et du taux de change dans la dynamique des crises monétaires, rejette les plans quantitativistes visant à stabiliser les crises monétaires. Les crises monétaires des années 1920 sont le fait de la dépréciation vertigineuse du change. La stabilisation de ce dernier constitue donc la solution aux désordres monétaires observés après la première guerre mondiale. Quid des crises monétaires des années 1940 ?

4.1.2 Les crises monétaires des années 1940 : l'hyperinflation hongroise de 1945-46

La crise monétaire hongroise a particulièrement attiré l'attention de Nogaro parce que, celle-ci confirme l'idée selon laquelle les monnaies étrangères jouent un rôle important dans la dynamique des crises monétaires ; tel est le constat fait par Nogaro en 1948 : « D'ailleurs le dollar n'apparaît pas ici seulement comme une monnaie étrangère. Il se présente sous la forme de billets à l'intérieur du pays ; il est recherché, ainsi que l'or, comme une monnaie qui conserve son pouvoir d'achat. son cours sur le marché libre paraît être surtout l'expression d'un agio intérieur qui réagit sur les prix ; car dans l'industrie, on établit les prix de revient en dollars » (Nogaro, 1948b, p.159). Et, dans un article consacré à l'hyperinflation hongroise, il confirme : « On the other hand, we know that industrialists adopted the custom of computing their manufacturing costs in dollars which, according to some observers, contributed more than the sliding scale of wages to the accelerated price rise of industrial products. And there is evidence that merchants acted in the same way. The extreme depreciation of the pengo may be explained by the general custom of adopting as a money of account a money, namely the dollar, which fluctuated dizzily upward in a highly speculative market, with consequent impacts on all prices. » (Nogaro, 1948a, p.536). A partir des éléments d'analyse mis en relief par Nogaro, il ressort que le facteur décisif de cette hyperinflation fut l'indexation des prix sur le cours du change. Ces phénomènes d'indexation sont au cœur de la crise monétaire hongroise : ce constat est en adéquation avec les observations effectuées pendant les crises monétaires des années 1920. L'action du change va au-delà des relations économiques entre un pays donné et le reste du monde, et est au cœur des relations économiques entre les résidents.

Ainsi pour Nogaro, les crises monétaires de l'entre deux guerres sont l'expression d'une détérioration croissante de l'unité de compte et de la fonction de réserve de valeur. En effet, dans les crises monétaires, l'unité monétaire nationale perd progressivement ses fonctions d'unité de compte et de réserve de valeur au profit d'une unité de compte extérieure en l'occurrence

le Dollar américain. Les idées défendues par Nogaro tirent leurs fondements dans la conception nominaliste de la monnaie qu'il a découvert au début du XXème dans son étude sur le bimétallisme⁹. Celle-ci l'a fortement influencé dans son interprétation des crises monétaires.

4.2 La théorie positive de la monnaie de Nogaro : fondements et apports

4.2.1 La conception nominaliste de Nogaro

Nogaro (1908) rejette la conception de la « monnaie - marchandise », car pour lui, la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque. Il est plutôt partisan du nominalisme monétaire¹⁰. La question de la nature de la monnaie est alors au centre des préoccupations de Nogaro. Sa conception nominaliste de la monnaie, Nogaro la défendra suite aux crises monétaires des années 1920 : « Ainsi, à mesure que se développe la notion de monnaie, elle se détache peu à peu de celle d'une quantité déterminée d'une marchandise déterminée pour devenir la notion d'une unité de compte ayant un pouvoir d'achat déterminé, et c'est seulement lorsque le doute naît sur la permanence de ce pouvoir d'achat que la notion d'une monnaie-marchandise se réveille. »(Nogaro, 1924, p.229). Et, il conclut : « L'unité monétaire, soit qu'elle circule en s'incorporant dans une matière quelconque, soit qu'on l'emploie abstraitement dans une opération comptable, remplit parfaitement le rôle de mesure des valeurs dans un moment donné : cet objet vaut dix francs, tel autre vingt francs, tel autre trente ; de cette constatation on déduit aussitôt que le second objet vaut deux fois le premier, que le troisième vaut trois fois le premier et une fois et demi le second. »(Nogaro, 1924, p.253). Ces éléments d'analyses font de Nogaro un partisan du nominalisme monétaire, idée qu'il a défendue jusqu'à la fin de sa vie. De fait, pour Nogaro, la monnaie n'est pas une marchandise. Elle peut, certes, prendre forme dans cette dernière, mais reste avant tout une unité de compte. L'institutionnalisme monétaire accorde une place importante à la nature de la monnaie. Comme nous l'avons souligné ci-dessus, l'institutionnalisme monétaire défend la conception nominaliste de la monnaie. Nogaro et les tenants de l'institutionnalisme monétaire partagent la même conception de la nature de la monnaie à savoir le nominalisme monétaire. En effet, ces deux approches accordent une primauté à l'unité de compte, si bien que celles-ci convergent en ce qui concerne l'explication des phénomènes monétaires.

9. Nogaro (1908)

10. voir Baudin et al.(1950), Blanc (2000)

4.2.2 Dualité change-prix et détérioration de l'unité de compte : les apports de Nogaro à l'explication des crises monétaires

Pour Nogaro, la dépréciation du change peut conduire à une augmentation des prix via la hausse des prix des biens importés¹¹. Cela constitue une première relation entre le change et les prix. Par ailleurs, Nogaro identifie une seconde relation entre le change et les prix. A ce sujet, il affirme : « Le lien de plus en plus étroit qui unit désormais l'évolution des changes et celle des prix s'explique, d'ailleurs, par l'accélération même de la dépréciation. Il ne s'agit plus seulement de l'inévitable réaction du cours du change sur les prix des produits importés et, par là même, sur le niveau général des prix. Il s'agit de l'habitude qui se prend peu à peu, chez tous les commerçants, d'évaluer les prix de toutes les marchandises, même des produits du pays, en une monnaie stable, c'est-à-dire en dollars : si bien que les prix affichés ne sont plus que des prix en dollars traduits en marks, selon le cours du jours... ou de l'heure. »(Nogaro, 1948b, pp.137-38). A partir de ces éléments d'analyse, il est clair que la relation entre le change et les prix est duale, une première relation via le renchérissement des biens importés et une seconde à travers les mécanismes d'indexation des prix. Cette seconde action du change touche tous les biens vendus. Ces relations qui lient le change au prix ont été identifiées par Nogaro dès 1922¹². Fort de ce constat, il ressort que Nogaro, contrairement à Aftalion, est plutôt partisan d'une inflation par les coûts. De plus, selon Nogaro (1922, pp.117-18), ce ne sont pas seulement les prix qui sont touchés par cette détérioration de l'unité de compte, mais aussi la quasi-totalité de l'activité économique. Les relations économiques ne sont plus exprimées en monnaie nationale, mais dorénavant en monnaie étrangère. cela signifie que la monnaie nationale est concurrencée par des monnaies étrangères dans sa fonction d'unité de compte, d'où une détérioration de l'unité de compte. Cela constitue, dans la théorie positive, un apport majeur du moins dans les années 1920. Cependant, la question est de savoir comment une unité de compte extérieure, stable, parvient à évincer une unité de compte nationale.

Pour Nogaro, cela est dû au fait de l'instabilité de l'unité de compte nationale. A titre illustratif, il avance : « Les variations du pouvoir d'achat sont parfois si rapides et si considérables que, même avec des échelles de salaires variables chaque quinzaine ou chaque semaine, l'ouvrier ne peut pas savoir ce qu'il pourra, du jour au lendemain, acquérir de marchandises avec la somme qui doit l'entretenir jusqu'à sa prochaine paye. Bien plus, le paysan qui a vendu ses denrées sur le marché ignore, quel que soit le bénéfice instantané qu'il a réalisé, ce qu'il pourra se procurer en échange, s'il ne dépense immédiatement tout ce qu'il vient de recevoir ! Il n'y a donc plus aucune sécurité dans les transactions ni aucune possibilité d'épargne. »(Nogaro, 1924, p.263). L'instabilité du système de compte conduit à une incohérence dans les relations

11. Nogaro (1922, 1924)

12. Nogaro (1922)

économiques et sociales entre les agents économiques, qui constitue donc un obstacle majeur au développement de l'activité économique. Le recours à une devise permet de limiter les pertes sur l'épargne monétaire. De plus, selon Nogaro, l'Etat n'est pas épargné par l'instabilité vertigineuse de l'unité de compte : « Dans les pays où se produit une dépréciation accélérée de la monnaie, les sommes correspondant aux recettes fiscales perdent une grande partie de leur pouvoir d'achat entre le moment où l'impôt est établi et celui où son produit est perçu et plus encore dépensé. »(Nogaro, 1948b, p.159). Nogaro met en exergue l'effet Olivera-Tanzi qui traduit une situation dans laquelle l'instabilité du pouvoir d'achat conduit à une discordance entre les recettes et les dépenses publiques. On comprend ainsi avec Nogaro pourquoi les agents économiques se réfèrent à une unité de compte étrangère dans un contexte de variation persistante du pouvoir d'achat de la monnaie, parce que la monnaie nationale, d'une part, n'est plus capable d'exprimer ou d'évaluer avec exactitude les revenus, les profits ou les richesses d'une nation. D'autre part, la monnaie nationale n'est plus capable de sauvegarder le pouvoir d'achat de l'épargne, d'où l'utilisation de monnaies étrangères. Ainsi, le change n'est pas seulement cette variable économique qui lie deux pays ou des espaces monétaires, mais il constitue aussi le centre de gravité des relations économiques intérieures dans les périodes de crises monétaires.

L'idée fondamentale des crises monétaires qui sous-tend la théorie positive de la monnaie peut se résumer comme suit : « The history of monetary crises suggests that great depreciations arise especially if there exists a gap between two currencies, be it external (crisis of foreign exchange) or internal. It may well be that Hungary's monetary experience, if studied more closely, confirms this thought. »(Nogaro, 1948a, p.536). Dans son modèle des crises monétaires, Nogaro accorde importance particulière au change, qui est l'élément fondamental dans l'explication des crises monétaires notamment celles intervenues après les deux guerres mondiales. Pour bien appréhender le rôle du change, il convient de distinguer deux phases ou deux niveaux dans l'analyse de Nogaro. A un niveau supérieur, le change est l'indicateur qui lie les relations entre un pays, un espace monétaire au reste du monde. En d'autres termes, les relations économiques internationales entre deux pays n'ayant pas la même unité monétaire se font sur la base du change. Ce faisant, une dépréciation du change peut avoir des effets sur l'économie nationale. Par le renchérissement des biens importés, la dépréciation du change est susceptible d'entraîner une hausse des prix. Dans la seconde phase, le change n'est plus le lien économique ou commercial entre les pays, mais il est au centre des activités économiques nationales. Dans cette phase, en effet, la monnaie nationale perd sa fonction d'unité de compte au profit d'une monnaie étrangère ; le compte s'effectue en monnaie étrangère mais le paiement en monnaie nationale ou la relation entre ces deux unités monétaires n'est rien d'autre que le change. Et si le cours de ce dernier évolue de façon

vertigineuse alors la crise s'exacerbe.

Pour Nogaro, les crises monétaires sont donc l'expression d'une instabilité entre l'unité de compte et l'unité de paiement. L'unité de compte dans ce cas de figure peut être une monnaie étrangère, mais aussi une unité monétaire nationale. Lorsque que la concurrence concerne uniquement les unités monétaires nationales, comme cela a été le cas pendant la crise des assignats, Nogaro qualifie le rapport entre ces deux monnaies d'« agio intérieur ¹³ ». A ce sujet, il affirme : « Il est, en effet, essentiel de noter que, dans cette période, la monnaie métallique a longtemps continué à circuler concurremment avec le papier-monnaie, et, dès le début, l'agio subi par l'assignat a été officiellement coté par les agents de change. Il s'agit donc ici, en premier lieu, du cours d'un papier-monnaie par rapport à une autre monnaie nationale, autrement dit d'un agio intérieur, directement mesuré, par rapport à la monnaie métallique. A cet agio subi par le papier-monnaie correspond naturellement une hausse des prix en papier-monnaie ; et, tant que les deux catégories de monnaies circulent concurremment, il s'établit deux échelles de prix, selon que le paiement se fait dans une monnaie ou dans une autre. »(Nogaro, 1948b, pp.103-04). Selon Nogaro, les fortes variations entre l'unité de compte et l'unité de paiement conduit à une incohérence dans les relations économiques. L'originalité de la pensée de Nogaro en ce qui concerne l'explication des crises monétaires réside dans la concurrence et l'instabilité entre différentes unités monétaires dans un même pays donné. La monnaie concurrente peut être une monnaie nationale ou une monnaie étrangère. En d'autres termes, Nogaro met en relief les phénomènes d'indexation dans la dynamique des crises monétaires.

Dans son interprétation des crises monétaires, Nogaro établit un lien entre les deux principales fonctions monétaires, c'est-à-dire entre l'unité de compte et la réserve de valeur. Selon Nogaro (1924, p.226) : « L'habitude de compter en une monnaie extérieure ne peut qu'inciter davantage les particuliers à se procurer cette monnaie extérieure pour conserver leur épargne », Nogaro stipule que les phénomènes d'indexation débouchent sur une détérioration de l'unité de compte, qui elle même conduit à une détérioration de la fonction de réserve de valeur. La concurrence entre la monnaie nationale et la monnaie étrangère concerne aussi bien la fonction d'unité de compte que celle de réserve de valeur.

Dans l'approche institutionnaliste, analysée ci-dessus, la détérioration de l'unité de compte et de la fonction de réserve de valeur constitue les deux premières phases d'une crise monétaire. La détérioration de l'unité de compte constitue le déclenchement des crises monétaires : « C'est là le signal de la crise monétaire s'exprimant par une mise en cause générale de l'unité monétaire »(Orléan, 2011, p.178). Du haut de ce constat, il ressort que l'approche institutionnaliste et la théorie positive défendent la même thèse en ce qui concerne l'explication des crises monétaires, du moins en ce

13. Nogaro (1948b)

qui concerne les deux premières phases.

Cette contribution majeure de Nogaro à l'explication des crises monétaires a été bien mise en exergue par Baudin et al : « Dans le cas d'hyperinflation, apparaît une forme particulière de ces relations dont Nogaro a donné de bonne heure une analyse très complète : c'est le phénomène de fuite devant la monnaie où la demande de monnaie tend vers zéro, les vendeurs finissant par refuser d'accepter en paiement la monnaie dépréciée, et les détenteurs de monnaie cherchant à s'en débarrasser le plus vite possible, même à perte. Dans un article récent sur la dépréciation monétaire en Hongrie... Nogaro souligne encore l'action de ce facteur, en y ajoutant l'esquisse d'une théorie psychologique de la fuite devant la monnaie, selon laquelle un effet accélérateur serait dû à la coexistence d'un étalon stable (dollar , or ou même cigarette) et de l'étalon en cours de dépréciation rapide. Son idée, je crois, est que la possibilité de mesurer la dépréciation par rapport à un mètre inspirant confiance, plutôt que par rapport à la masse confuse des prix particuliers, rend plus immédiate et plus précise la conscience de la chute de la monnaie et la peur de sa prolongation. »(Baudin et al., 1950, pp.246-47). Comme nous pouvons le remarquer avec Baudin et al., la « fuite devant la monnaie » et la concurrence entre monnaie occupent une place importante dans la théorie positive de Nogaro, il en est de même pour la confiance dans la monnaie. Cette idée va de pair avec la thèse défendue par l'institutionnalisme monétaire¹⁴. Il est possible de mettre en relief deux explications en ce qui concerne la « fuite devant la monnaie nationale » : un niveau supérieur où la fuite est le fait des détenteurs de capitaux et un niveau inférieur où la fuite est le fait des « particuliers » ou des ménages. La perte de confiance se fait donc en deux phases étroitement liées, mais la seconde phase traduit une crise monétaire. Ces deux différents points feront l'objet de la sous-section suivante.

4.2.3 Dettes et temps dans les deux approches

Nogaro s'inscrivant dans un cadre dynamique, a analysé le rôle de la monnaie dans la formation des contrats : « Une somme de monnaie peut, d'ailleurs, en tant que pouvoir d'achat disponible, n'être pas conservée seulement par son propriétaire. Elle peut être déposée par lui entre les mains d'un tiers. Elle peut aussi être prêtée à une autre personne, avec engagement de restitution à une date ultérieure. Une somme de monnaie peut d'ailleurs faire l'objet d'une stipulation dans d'autres contrats à terme : dans une vente à terme par exemple, la somme due est fixée aujourd'hui, mais n'est payable qu'au bout d'un certain délai. De quelque manière que l'élément temps intervienne, la combinaison de cet élément avec la fonction de mesure des valeurs fait de la monnaie un accumulateur de valeur, et cette nouvelle fonction fait surgir de nouveaux problèmes économiques. Car les prix des divers marchandises et services en unités monétaires varient à travers le temps, et une même somme de monnaie risque fort de changer de valeur, ou, plus exactement, de représenter

14. Pour une récente littérature sur les hyperinflations : voir Aglietta et al. (2016)

un pouvoir d'achat variable à travers le temps. »(Nogaro, 1948b, pp.7-8). Comme on peut le constater, la monnaie est le canal par lequel les agents économiques établissent leurs dettes mais aussi s'acquittent de celles-ci. Elle est donc l'indicateur au travers duquel les contrats sont élaborés. De plus, selon Nogaro, via la monnaie, les contrats peuvent s'étaler dans le temps. A partir de ces éléments d'analyse, il est possible d'établir un lien entre la théorie positive de la monnaie et l'approche institutionnaliste. En effet, dans l'approche institutionnaliste analysée ci-dessus, la dette constitue un des piliers de cette approche, en d'autres termes la monnaie est l'élément central dans la formation et le déplacement des dettes faisant ainsi de la monnaie une unité de compte mais aussi une « unité dynamique »¹⁵. Nous retrouvons ces mêmes idées dans la théorie positive de la monnaie qui accorde une primauté à la fonction d'unité de compte et au temps dans les contrats. Dans la théorie positive, la combinaison de la fonction d'unité de compte et du temps fait de la monnaie une réserve de valeur. Selon Nogaro, le « facteur temps » peut conduire à des perturbations économiques, du fait de la fluctuation du pouvoir d'achat de la monnaie. En effet, la valeur d'une dette ou d'une créance est susceptible de fluctuer d'une période à l'autre du fait de la fluctuation du pouvoir d'achat de la monnaie, cela conduit donc à des inégalités dans l'élaboration des contrats¹⁶. De plus, selon Nogaro, les fluctuations persistantes du pouvoir d'achat peuvent conduire à l'introduction des monnaies étrangères dans les contrats, une alternative que Nogaro ne partage pas. Pour cela, il préconise de réguler régulièrement le pouvoir d'achat en fonction de la variation des prix, afin de préserver les principales fonctions de la monnaie.

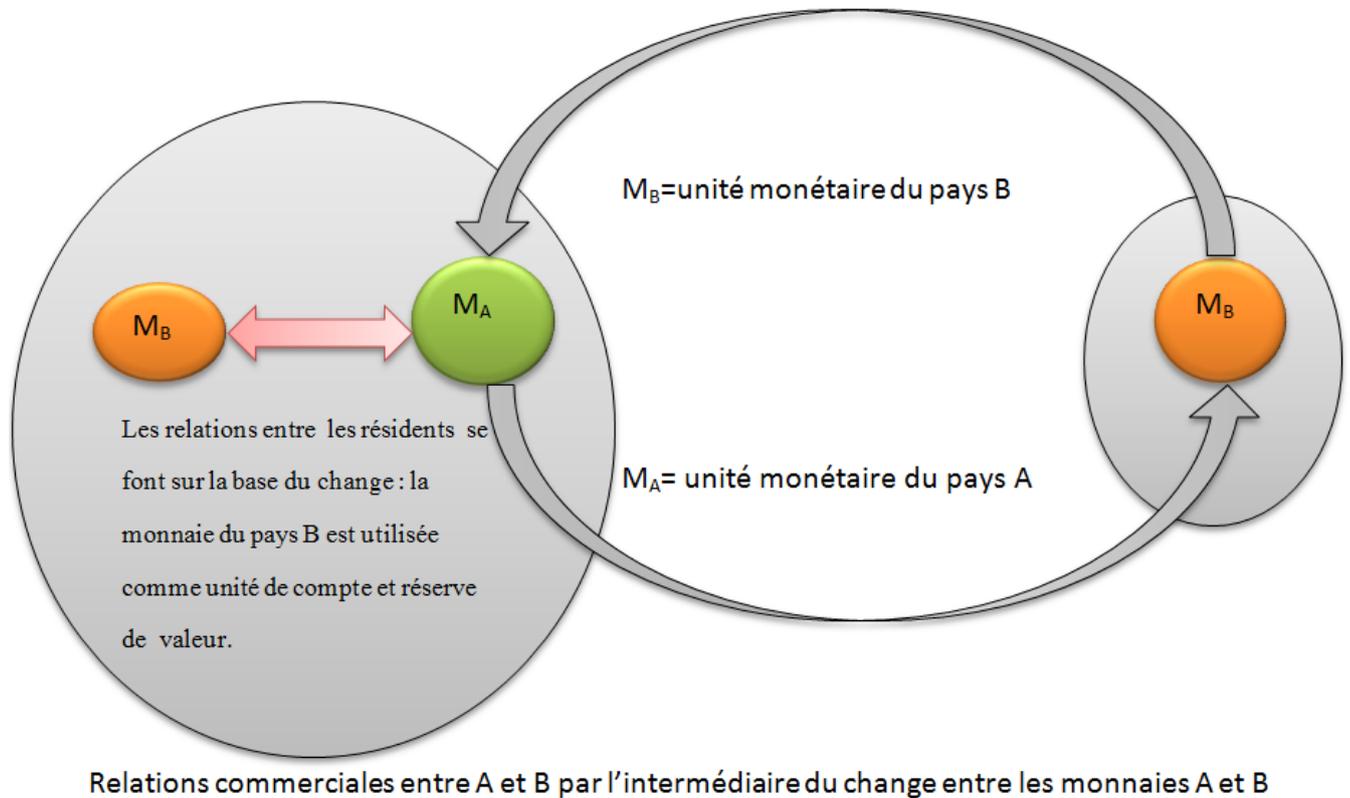
En ce qui concerne l'instabilité persistante de l'unité de compte, Nogaro propose la mise en place d'un cadre juridique capable d'apporter une cohérence dans la formation des différents contrats. L'ajustement du pouvoir d'achat s'opère de façon régulière en fonction du niveau de l'inflation. C'est le constat fait par Nogaro : « Comme la monnaie, mauvais accumulateur de valeur, n'est pas un mauvais étalon, il est possible, dans les contrats à terme plus ou moins éloigné, de convenir que la somme de monnaie stipulée sera affectée d'un coefficient tel que le pouvoir d'achat correspondant à cette somme, lors de la conclusion du contrat, soit approximativement maintenu. C'est la solution juridique du problème. »(Nogaro, 1948b, p.269). Nogaro établit un lien entre les phénomènes monétaires et les facteurs institutionnels ; l'existence d'un cadre juridique solide pourrait apporter des réponses adéquates à la question de l'instabilité monétaire. En effet, dans un contexte d'instabilité monétaire, les agents économiques sont tentés d'utiliser des monnaies étrangères dans les contrats. L'existence d'un cadre institutionnel solide dans ce cas de figure découragerait l'utilisation de monnaie exté-

15. Théret (2007, p.21)

16. Voir Nogaro (1924, 1948b)

rieure car les termes des différents contrats sont mis à jour régulièrement en fonction du taux d'inflation, ce qui protégerait les agents économiques de la fluctuation du pouvoir d'achat de la monnaie.

FIGURE 1 – Le cas d'une concurrence entre monnaie nationale et une monnaie étrangère



4.3 Théorie positive de la monnaie et la question du change : le rôle de la confiance

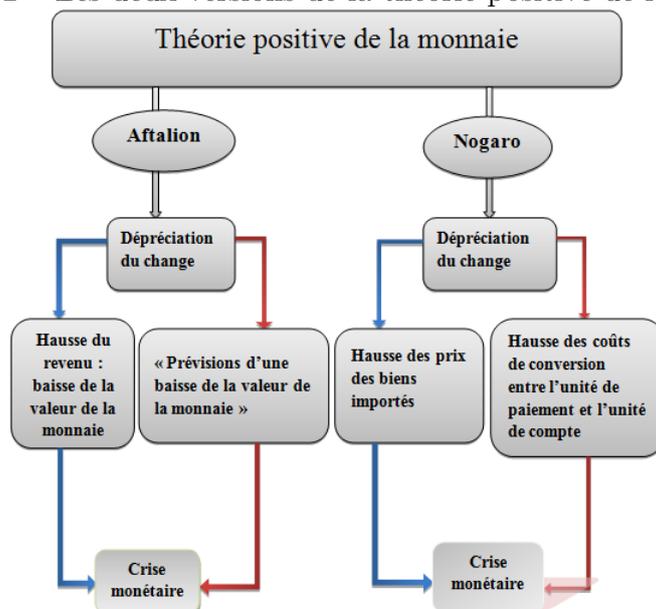
Qu'il s'agisse de la version défendue par Nogaro ou par Aftalion, le change constitue le noyau dur de la théorie positive de la monnaie. En effet, selon Aftalion : « En ce qui concerne le change lui-même l'histoire monétaire de ces dernières années nous a révélé la rapidité avec laquelle il subit le contre-coup des phénomènes économiques ou politiques les plus divers et toute l'importance de ce qu'on appelé le facteur psychologique. De simples modifications dans le degré de confiance, dans l'intensité des appréhensions, déterminent les variations graves dans les estimations individuelles de la valeur extérieure de la monnaie, et partant des variations considérables du change. » (Aftalion, 1948b, p.247). Les « facteurs psychologiques » sont susceptibles d'expliquer la dépréciation du change. La perte de confiance dans la monnaie conduit à une « fuite devant la monnaie nationale », ce qui peut déboucher sur une dépréciation du change. Cette idée, on la retrouve aussi chez Nogaro, mais sur une autre forme.

Pour Nogaro : « La balance des comptes tend à rester passive aussi longtemps que la confiance dans l'avenir de la monnaie nationale n'est pas revenue ; car les exportateurs et autres créanciers de l'étranger préfèrent, en ce cas, garder, le plus longtemps possible, leurs avoirs disponibles en monnaies étrangères, au lieu de jeter leurs devises sur le marché de change. »(Nogaro, 1948b, pp.135-36). Nogaro établit un lien entre la confiance dans la monnaie et « l'état de la balance des comptes » c'est-à-dire les réserves de monnaie étrangère : or ou Dollar dont possède un pays. Ces réserves sont importantes pour la défense de la monnaie nationale. En effet, la perte de confiance dans la monnaie est susceptible d'entraîner un « déséquilibre de la balance des comptes » via la « fuite de capitaux », ce qui peut déboucher sur une dépréciation du change. Nogaro va plus loin qu'Aftalion dans son explication du change. Certes, il adhère à la composante psychologique du change, mais il relie celle-ci à la « l'état de la balance des comptes ». A ce sujet, il identifie deux niveaux dans la trajectoire des crises de change. En ce qui concerne le premier niveau, Nogaro affirme : « En ce qui concerne les changes des pays vaincus, notamment le change allemand, qui a poursuivi sa course vers le néant, il semble bien que l'action psychologique de la spéculation a joué également un rôle dominant dans leur évolution. Ainsi le mark, soutenu, lui aussi, d'abord, par des crédits de spéculation, a été peu à peu abandonné, à mesure que les spéculateurs déçus liquidaient leur position en revendant à perte, et les principales étapes de la dépréciation correspondent aux événements politiques intéressant l'Allemagne, - plus particulièrement en ce qui concerne les réparations... Cependant, la chute du change allemand doit être attribuée, pour une part, à une cause beaucoup plus matérielle et immédiate, c'est-à-dire à une évasion des capitaux qui déséquilibrait totalement la balance des comptes : il s'agit sans doute tout d'abord d'une évasion voulue et réalisée surtout en laissant en dépôt à l'étranger la valeur en monnaies étrangères d'une notable partie des exportations, au lieu de livrer les tirages correspondants au marché du change ; ainsi, tandis que l'étranger faisait confiance à l'Allemagne, et compensait le déficit du marché allemand par des achats de change ou même de papier monnaie du Reich, des exportateurs laissaient systématiquement en lieu sûr le produit de leurs ventes à l'extérieur, s'assurant des crédits en bonne monnaie, et laissant, en échange, aux spéculateurs du dehors une monnaie allemande instable. »(Nogaro, 1924, pp.90-91). Dans cette première phase, « la fuite devant la monnaie » est le fait des détenteurs de capitaux, d'où un « déséquilibre de la balance des comptes ». Ce déséquilibre se traduit ainsi par une dépréciation du change. Nous pouvons en déduire que la « fuite devant la monnaie » concerne uniquement les détenteurs de capitaux. C'est dans une seconde phase marquée par une fluctuation persistante du pouvoir d'achat de la monnaie que la fuite se généralise et touche l'ensemble de la population. A ce sujet Nogaro affirme : « Il y eut ensuite une évasion provoquée par la panique ; car, lorsqu'une monnaie perd, de jour en jour, de sa valeur au change et de son pouvoir d'achat intérieur, elle ne peut plus servir d'instrument d'épargne, et tous ceux qui veulent mettre de côté quelques économies cherchent à se procurer une monnaie étrangère de valeur stable : ainsi apparaît une demande toujours

croissante de devises sur l'étranger - ou même de billets étrangers - totalement indépendante des besoins de règlement à l'extérieur, et qui ne peut manquer de déséquilibrer radicalement la balance des comptes. C'est ainsi que la recherche en Allemagne de monnaies étrangères par des particuliers de toute catégorie n'a pu manquer de contribuer, d'une façon décisive, à l'effondrement du mark. »(Nogaro, 1924, p.91). Dans cette seconde phase décrite par Nogaro, la fuite s'étend à toutes les composantes de la société, si bien que le « déséquilibre de la balance des comptes » est exacerbé. Cela se traduit ainsi par une exacerbation de la crise de change et de la crise monétaire. La profondeur de l'analyse de Nogaro en ce qui concerne l'explication du change réside dans l'importance accordée à la dégradation de la fonction de réserve de valeur dans l'explication des mouvements du change. De surcroît, selon Nogaro, la dégradation de la balance des comptes peut avoir des sources internes : la recherche des devises par les ménages. Ces éléments d'analyse proposés par Nogaro permettent de distinguer deux niveaux de « fuite devant la monnaie » : un niveau supérieur et un niveau inférieur. Ces différents niveaux permettent d'appréhender la trajectoire des crises monétaires et de change.

Pour Théret (2007, p.24) : « Sur les marchés des changes des monnaies nationales, leurs valeurs sont évaluées en raison du degré de confiance qu'elles inspirent aux opérateurs financiers, degré de confiance estimé en fonction de la capacité présumée des autorités monétaires des nations à honorer leurs dettes publiques et privées ». De même, pour Orléan : « Il faut bien comprendre que ce qui se trouve modifié sous l'action de ces comportements de fuite ce n'est pas la quantité de nominale de monnaie centrale officielle - qui reste fixe, comme on vient de le rappeler -, mais sa « valeur », soit que le niveau général des prix augmente, soit que le taux de change du mark baisse. C'est de cette manière, au travers de sa dépréciation interne ou externe extrême, que s'est exprimé le rejet du mark. »(Orléan, 2007b, p.193). À partir donc de ces éléments d'analyse, il est possible de faire un rapprochement entre la théorie positive de la monnaie et l'approche institutionnaliste de la monnaie. Que ce soit la version défendue par Nogaro ou par Aftalion, la confiance joue un rôle prépondérant dans l'explication du change. En d'autres termes, lorsque la confiance dans la monnaie se dégrade, les agents économiques ont tendance à se débarrasser de la monnaie nationale, ce qui peut conduire à une dépréciation du change voire une crise de change ; tout dépend de l'ampleur de la fuite comme indiqué ci-dessus.

FIGURE 2 – Les deux versions de la théorie positive de la monnaie



Le schéma ci-dessus met en relief les deux versions de la théorie positive de la monnaie. Ces deux versions mettent en relief les deux concepts de la valeur : la valeur subjective et la valeur objective. Aftalion est un partisan de la « valeur subjective » alors que Nogaro est un adepte de la « valeur objective », d'où les divergences dans la nature des relations qui lient le change au prix. Au premier niveau d'analyse de la théorie positive, Aftalion applique la « loi de l'utilité » aux questions monétaires¹⁷, si bien qu'il y a une relation décroissante entre le revenu et la valeur de monnaie ; autrement dit, une augmentation du revenu entraîne une hausse de la demande, ce qui conduit à une augmentation des prix et à une baisse de la valeur de la monnaie. Au second niveau d'analyse, les prévisions constituent, dans la théorie positive de la monnaie de Nogaro, la seconde composante subjective de la valeur de la monnaie. C'est donc le niveau du change qui détermine le niveau de la prévision dans cette phase.

Contrairement à Aftalion, Nogaro accorde une primauté aux coûts dans son explication de la valeur. La hausse des coûts à l'importation constitue, dans un premier temps, le canal par lequel une dépréciation du change conduit à une hausse des prix. Dans un second temps, la hausse du coût de la conversion entre l'unité de paiement et l'unité de compte conduit à une hausse vertigineuse des prix, car dans cette phase les agents économiques comptent et épargnent essentiellement dans unité monétaire autre que la monnaie principale. En d'autres termes, dans cette phase, chaque agent économique cherche à se débarrasser de l'unité de paiement au profit de l'unité de compte. Les coûts de productions de même que les profits sont évalués en monnaie extérieure ou dans une unité de compte stable. Lorsque, l'unité de

17. Voir à ce sujet ?

compte est une monnaie extérieure, le coût de conversion¹⁸ n'est rien d'autre que le taux de change. Ainsi, si les agents économiques n'intègrent pas ce coût dans la formation des contrats, alors ils feront des pertes lors de la conversion de la monnaie nationale en monnaie étrangère. Pour éviter de faire des pertes, les producteurs ou offreurs intègrent le coût de la conversion dans les prix d'où une majoration des prix, raison pour laquelle les phénomènes d'indexations conduisent à une exacerbation de la spirale inflationniste. Nous pouvons donc conclure que les coûts à l'importation et coûts de conversion sont les déterminants des prix. Les coûts de conversion constituent dans les crises monétaires le principal facteur explicatif des prix, d'où l'idée selon laquelle : « Les phénomènes monétaires ne sont pas seulement des phénomènes relatifs à la valeur de la monnaie, mais aussi, le plus souvent, à la conversion d'une monnaie dans une autre monnaie, et, partant, au rapport d'échange qui s'établit entre elles. » (Nogaro, 1921, p.245). Le Mark allemand constitue pour Nogaro est un cas concret dans lequel l'instabilité entre l'unité de compte et l'unité de paiement a conduit à une flambée des prix et à la destruction de la monnaie nationale : « Comme sa dépréciation extérieure avait été plus forte et plus rapide que sa dépréciation intérieure, la généralisation des contrats en monnaie stable, où le dollar jouait, en fait, le rôle d'étalon, le mark papier n'étant plus qu'instrument de paiement, a abouti à une hausse encore plus rapide des prix en Allemagne et à une identification à peu près complète de la dépréciation intérieure et de la dépréciation extérieure, non sans risque de voir bientôt la première dépasser la seconde : car les vendeurs anticipent sur la dépréciation qu'ils prévoient en vue d'assurer leur bénéfice et leur réapprovisionnement. » (Nogaro, 1935, p.105). Le phénomène d'indexation est, selon Nogaro, au cœur des crises monétaires. Mieux, Nogaro met en exergue un indice permettant d'appréhender la profondeur des crises monétaires : le conflit autour de la monnaie qui peut être matérialisé par l'évolution entre le taux d'inflation et le taux de change. En effet, chaque agent économique cherche à se protéger contre la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie en transférant le coût de la détention de la monnaie à l'autre. Du côté des « offreurs » ou des « vendeurs », ils pratiquent non seulement l'indexation mais tiennent compte aussi des dépréciations futures entre le paiement et la conversion de la monnaie de paiement en monnaie de compte. Ce faisant, le taux d'inflation peut croître plus vite que le taux de change et les vendeurs sont gagnants dans l'opération. Mais lorsque, le taux de change croît plus vite que le taux d'inflation, ce sont les vendeurs ou les détenteurs des moyens de paiements qui sont perdants. Pour compenser ces pertes, les vendeurs augmentent les prix de leurs biens d'où *une boucle change - prix* dans les périodes d'hyperinflation.

18. C'est ce coût de conversion que Nogaro appelle « agio ».

5 Conclusion

La théorie positive de la monnaie offre deux versions, il s'agit de la version de Nogaro et celle d'Aftalion. Les deux auteurs divergent quant à la nature des relations qui lient le change au prix. Toutefois, les deux précurseurs de la théorie positive de la monnaie s'accordent sur l'importance du change dans l'explication des phénomènes monétaires. Qu'il s'agisse de la version d'Aftalion ou de Nogaro, la confiance dans la monnaie est un élément essentiel permettant d'appréhender la trajectoire des crises de change et des phénomènes monétaires. Sur ce point apparaît une convergence entre la théorie positive de la monnaie et l'institutionnalisme monétaire.

Dans sa version de la théorie positive de la monnaie, Aftalion distingue deux composantes du change, l'une « quantitative », c'est-à-dire le revenu et l'autre « qualitative », c'est-à-dire les prévisions. Dans la première phase des crises monétaires, la dépréciation du change provoque une hausse des prix via la hausse des revenus. Quant à la seconde phase, les prévisions constituent le canal par lequel la dépréciation du change conduit à une hausse vertigineuse des prix. Cette phase est caractérisée par une détérioration de l'unité de compte, c'est le constat fait par Orléan (2011).

Quant à la version proposée par Nogaro, la relation change-prix est aussi duale. A la différence d'Aftalion, dans la première phase, la dépréciation du change entraîne une hausse des prix via le renchérissement des biens importés. Quant à la seconde phase, les phénomènes d'indexation des prix constituent le second canal par lequel une dépréciation du change conduit à une flambée des prix des biens intérieurs. Dans cette phase, les principales fonctions de la monnaie, c'est-à-dire l'unité de compte et la réserve de valeur sont détenues par une monnaie plus stable.

Références

- Aftalion, A. 1927. *Monnaie, prix et change. Expérience récentes et théories*. Paris : Sirey.
- Aftalion, A. 1948a. *La valeur de la monnaie dans l'économie contemporaine : monnaie et économie dirigée*. Paris : Sirey.
- Aftalion, A. 1948b. *Monnaie, prix et change. La valeur de la monnaie dans l'économie contemporaine*. Paris : Sirey.
- Aglietta, M., Ahmed, P. O., et Ponsot, J.-F. 2016. *La monnaie entre dettes et souveraineté*. Paris : Odile Jacob.
- Aglietta, M. et Orléan, A. 1982. *La violence de la monnaie*. Paris : économie en liberté, Presse Universitaire de France.
- Aglietta, M. et Orléan, A. 1998. *La monnaie souveraine*. Paris : Odile Jacob.
- Aglietta, M. et Orléan, A. 2002. *La monnaie entre violence et confiance*. Paris : Odile Jacob.
- Baudin, L. et al. 1950. *L'œuvre scientifique de Bertrand Nogaro*. Paris : Domat-Montchrestien.
- Blanc, J. 2000. Questions sur la nature de la monnaie : Charles Rist et Bertrand Nogaro, 1904-1951. Post-Print halshs-00122571, HAL.
- Dangel-Hagnauer, C. 2002. La théorie marginaliste de la monnaie et des changes d'Albert Aftalion. *Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, 1er semestre(39) :141–160.
- Helfferrich, K. 1923. *Das Geld*. Leipzig : C. L. Hirschfeld, 6ème édition.
- Helfferrich, K. 1927. *Money*. New York : The Adelphi Company.
- Nogaro, B. 1908. *L'expérience bimétalliste du XIXè siècle et la théorie générale de la monnaie*. Paris : Larose & Tenin.
- Nogaro, B. 1921. *Traité élémentaire d'économie politique*. Paris : Giard & Cie, 2nde édition.
- Nogaro, B. 1922. *Réparations, Dettes Interalliées, Restauration Monétaire*. Paris : Les Presses universitaires de France.
- Nogaro, B. 1924. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris : Marcel Giard.

- Nogaro, B. 1935. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, seconde édition.
- Nogaro, B. 1947. *La valeur logique des théories économiques*. Paris : Presses Universitaires de France.
- Nogaro, B. 1948a. Hungary's recent monetary crisis and its theoretical meaning. *The American Economic Review*, 38(4) :526–542.
- Nogaro, B. 1948b. *La monnaie et les systèmes monétaires*. Paris : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 2^{de} édition.
- Orléan, A. 2007a. Approche institutionnaliste de la monnaie : une introduction. *Paris School of Economics / Paris-Jourdan Sciences Economiques*, pages 1–13.
- Orléan, A. 2007b. *Crise de souveraineté et crise monétaire : l'hyperinflation allemande des années 1920*, in *La monnaie dévoilée par ses crises*, Bruno Théret. Paris : Éditions de l'EHESS.
- Orléan, A. 2011. *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*. Paris : Éditions du SEUIL.
- Théret, B. 2007. *La monnaie dévoilée par ses crises*, volume 1. Paris : Éditions de l'EHESS.