



**Chaire de Recherche du Canada
en Mondialisation, Citoyenneté et Démocratie**

<http://www.chaire-mcd.ca/>

DOCUMENT DE TRAVAIL DE LA CHAIRE MCD

—
numéro 2003-02

Les idées exprimées dans ce document n'engagent que l'auteur. Elles ne traduisent en aucune manière une position officielle de la Chaire de recherche du Canada en Mondialisation, Citoyenneté et Démocratie.

**Chaire de Recherche du Canada
en Mondialisation, Citoyenneté et Démocratie**

Université du Québec à Montréal
CP 8888, succursale Centre-Ville
Montréal, Québec
CANADA H3C 3P8

**PROLÉGOMÈNES À UNE THÉORIE CRITIQUE DU CAPITAL
FINANCIER: liquidité du capital et développement de l'institution
financière de la modernité**

Eric Pineault

Département de sociologie, UQAM

pineault.eric@uqam.ca

Mai 2003

article soumis à la revue *Société*

Dans l'explication du capital, nous sommes partis de A - M - A, A - A' en était seulement le résultat. Nous trouvons à présent A - A' *en tant que sujet*. De même que c'est le propre de l'arbre de croître, le propre du capital c'est de créer de l'argent sous cette forme pure qui est la sienne en tant qu'argent. La forme incompréhensible que nous trouvons à la surface et dont nous sommes donc partis dans notre analyse, nous la retrouvons en tant que résultat du procès au cours duquel la forme du capital s'aliène de plus en plus et perd toute relation avec son [essence intérieure (innres Wesen)]¹

Le mouvement propre du capital financier, qui paraît autonome (..) les formes variées dans lesquelles il s'accomplit, la façon dont il se détache et devient indépendant du mouvement du capital industriel et commercial, sont des phénomènes qui appellent d'autant plus l'analyse que son accroissement rapide et l'influence de plus en plus grande qu'il exerce dans la phase actuelle du capitalisme rendent impossible de comprendre les tendances économiques actuelles (..) sans la connaissance des lois et de la fonction du capital financier. Rudolph Hilferding, 1910

I De la nécessité d'une théorie critique du capital financier

Il semble aller de soi que le capitalisme actuel est dominée par des formes financières de valorisation du capital. Un capitalisme des investisseurs financiers aurait succédé au capitalisme managérial du vingtième siècle. Pour ceux qui croient toujours en la nécessité d'une théorie critique du devenir du capitalisme la catégorie de *capital financier* est redevenu un instrument d'analyse essentielle. Il y a près de cent ans, le marxiste autrichien Rudolph Hilferding arguait lui aussi que la compréhension critique du capitalisme *de son époque* nécessitait le développement d'une théorie de la finance. Pour ce faire l'auteur proposa l'introduction d'une nouvelle catégorie de capital, absente des écrits de Marx ² : le «

¹ Karl Marx, *Théories sur la plus value*, tome 3, Paris, Éditions Sociales, 1967, p. 552. Nous avons corrigé la traduction de la dernière partie de la phrase «*innres Wesen*», un concept philosophique que les traducteurs avait épuré de sa dimension hégélienne en le traduisant par «être profond».

² Dans certaines traductions des écrits de Marx on retrouve le concept de «capital financier», par exemple dans la traduction du «Livre III» du Capital par Rubel de l'édition La Pléiade des oeuvres d'économie. Or il n'y a pas chez Marx de travail théorique sérieux qui justifie l'existence d'une telle forme de capital dans son système catégoriel. Et, en fait, les occurrences de capital financier se concentrent toutes dans les parties de l'oeuvre de Marx qui ont été recomposées à partir de notes de travail et d'esquisses. Or quand on remonte à ces manuscrits, on réalise que les traducteurs, en utilisant le concept de capital financier, ont unifié un ensemble de catégories disparates que Marx emprunte directement de l'économie politique anglaise et dont le statut semble encore provisoire. On a ainsi traduit «money dealing capital», «monied capital» et «monied interest» par capital financier et capitalistes financiers unifiant des catégories qui, chez Marx, appartiennent à des niveaux conceptuels distincts : *money dealing capital* renvoie

capital financier » et il s'engagea dans une reconstruction de la théorie critique du capitalisme sur cette base. Pour Hilferding cette théorie devait pouvoir rendre compte à la fois du capital financier comme médiation sociale et comme totalité sociétale, c'est-à-dire comme stade historique du mode de production capitaliste. Elle devait pouvoir expliquer un ensemble de transformations économiques inédites qui marquait le passage d'une forme d'accumulation extensive basée sur l'entreprise individuelle et des rapports concurrentiels entre les unités économiques vers une forme d'accumulation intensive basée sur la propriété corporative, la généralisation de pratiques monopolistes et l'émergence d'une circulation financière organisant et systématisant le procès de concentration du capital. Pour Hilferding le capital financier s'annonçait d'une manière générale comme l'assujettissement de la reproduction économique du capitalisme industriel à l'accumulation financière.

Afin de saisir dans toute sa complétude et dans toutes ses contradictions le développement du capital financier, Hilferding se pencha sur les mutations sociales et institutionnelles par laquelle s'organisait cette subsomption du capital industriel au capital financier ³. En examinant ainsi les principales institutions sur lesquelles s'échafaudait la puissance de cette nouvelle forme de capital, Hilferding proposa une révision de la compréhension marxiste de la monnaie, du système de crédit, de la circulation marchande et financière et de l'accumulation. Il considérait qu'une grande partie des catégories analytiques de l'édifice marxiste devait être remaniée et mise à jour. Or, Hilferding entrepris l'ensemble de ce travail de reconstruction à l'intérieur de l'horizon épistémique de la théorie critique de la marchandise. Il accepta sans réserves la théorie de la monnaie-marchandise de Marx et radicalisa l'adhésion timide et souvent inconséquente de Marx à l'analyse orthodoxe de la finance fondée sur la théorie des fonds prêtables. La reconstruction théorique que proposait Hilferding était ainsi condamnée d'avance, le contenu de ses analyses paraît aujourd'hui insatisfaisant et ses conclusions se sont avérées erronées, par contre, nous croyons que la *visée* de son projet analytique et critique garde toute son

à l'univers de la circulation marchande tandis que *monied capital* à celui de l'accumulation. Plutôt que d'unifier ces différentes catégories, nous croyons qu'il vaut mieux ne pas retenir le concept de capital financier et d'utiliser la catégorie plus neutre d'accumulation financière pour parler de manière générique des divers formes de capital A-A' présentes dans les travaux de Marx, réservant le concept de capital financier aux travaux de Hilferding.

3 Dans la notation marxienne des rapports économiques utilisé dans le *Capital* le capital financier se définit comme A-A' tandis que le rapport capitaliste type selon Marx se définit dans sa forme simple comme A-M-A' ou A signifie argent, M marchandise et ou A<A'. La valorisation du capital industriel se présente sous une forme plus développée comme A-M ... P-P'... M'-A', les premier et dernier termes renvoient à des processus d'achat vente, ce sont les moments du capital marchand, P..P' renvoie au procès de production, c'est ici qu'est produit la plus value, c'est le moment du capital productif où sont réunis moyen de production et force de travail. Le capital financier renvoie ainsi dans sa forme développé à A-A'/ A-M ... P-P'... M'-A'.

actualité. En effet, l'analyse générale des phénomènes économiques contemporains ne peut se passer de l'étude sérieuse et approfondie « *du mouvement propre du capital financier, de son accroissement rapide et de l'influence qu'il exerce dans la phase actuelle du capitalisme* »⁴.

Aujourd'hui trois lieux communs forment l'assise de ce qu'on pourrait appeler la théorie « spontanée » du *nouveau* capital financier. Ils sont véhiculés tant d'un côté par les « analystes », chroniqueurs et éditorialistes qui vantent les mérites économiques et sociaux de la puissance financière dans les pages des grands quotidiens, dans les revues d'affaires et les publications des organisations internationales telles que l'OCDE et le FMI, que par ses critiques et détracteurs du *Monde diplomatique* et autres publications militantes ou savantes. De tels « préjugés », loin d'être des obstacles à la recherche, doivent être mobilisés comme leviers de compréhension⁵ dans le sens que l'exploration de leur contenu et ensuite le questionnement de leur sens constitue un point de départ incontournable de la démarche d'analyse compréhensive des rapports sociaux. Ces lieux communs sont d'autant plus intéressants que, pris ensemble, ils se présentent comme une version actualisée de la théorie marxienne du capital financier telle qu'on la retrouve ébauchée par Marx et complétée par Hilferding. Ces trois lieux communs se présentent ainsi:

1. Le pouvoir de la finance repose sur la mobilisation de l'épargne et sur son investissement en tant que capital;
2. ce pouvoir a pour origine et fondement les systèmes financiers de type anglo-saxon centrés sur l'allocation de capital par le biais de marchés plutôt que les banques;
3. les investisseurs institutionnels, parce qu'ils contrôlent l'épargne des classes salariées, sont des acteurs hégémoniques dans ces systèmes financiers et imposent leurs normes de rentabilité aux entreprises industrielles.

Le premier lieu commun veut que la puissance sociale et économique de la finance repose sur la transformation de l'épargne en « titres », métamorphose opérée par le biais du système de la bourse. L'épargne ainsi mobilisée est essentielle à l'investissement productif, les entreprises dépendent de cet apport en capitaux des marchés financiers. L'épargnant se confond dès lors avec l'investisseur. Le second lieu commun veut que ce mode de financement « boursier » de l'investissement soit typique des

4 Rudolph Hilferding, *Capital financier*, Paris Éditions du Minuit, 1970. p.54

5 Nous empruntons ici à l'herméneutique de Hans Georg Gadamer.

capitalismes anglo-saxons que l'on peut opposer au financement bancaire de l'investissement typique des capitalismes du continent européen, capitalismes dit « rhénans ». On serait donc en présence de deux modalités opposées de mobilisation de l'épargne et de production sociale de la figure de l'investisseur, une modalité bancaire, et une modalité boursière. La première ère d'hégémonie du capital financier, telle qu'analysée par Hilferding au tournant du XX^e siècle, était de type bancaire, l'actuelle est de type boursier. Nous serions en présence d'une américanisation de la finance. Le troisième lieu commun renvoie à une mutation interne de cette finance anglo-saxonne et plus particulièrement américaine. L'actionnariat passif et fractionné hérité des réformes du New Deal a été remplacé par un actionnariat actif et concentré entre les mains de grandes organisations telles que les fonds de pensions, les compagnies d'assurance et les fonds mutuels. Ces organisations, reconnues socialement comme « investisseurs institutionnels », ont la double fonction de gestion de l'épargne des salariés et de contrôle du capital que la société peut investir. La mobilisation de l'épargne, sa métamorphose en titres par le biais de la bourse et l'exercice du droit de contrôle sur les entreprises qui accompagne cet « investissement » de capital, sont les instruments légitimes d'hégémonie économique de ces acteurs sociaux relativement nouveaux.

La théorie « spontanée » du capital financier se décline ainsi en trois niveaux d'analyse distincts: le premier niveau est une théorie de la relation financière comme rapport social de domination basé sur l'épargne, le second est une théorie des formes institutionnelles dans laquelle est encadrée cette relation financière et, finalement, le troisième niveau identifie les acteurs sociaux qui sont porteurs de ce projet d'hégémonie sociale, ceux qui imposent à la société et à l'économie une forme d'accumulation financière de la richesse sociale. C'est évidemment ce troisième niveau qui apparaît socialement comme le plus concret et réel: les investisseurs institutionnels, par la ? *corporate governance* ? qu'ils se sont empressés d'imposer aux entreprises dans toutes les économies nationales qu'ils ont réussi à pénétrer, sont, pour plusieurs, l'incarnation par excellence du capital financier. En tant qu'acteurs politiques, ils ont contribué à transformer la réglementation des systèmes financiers nationaux afin de favoriser leur ouverture et la libéralisation des flux de capitaux. Pour le meilleur ou pour le pire, ces acteurs sociaux auraient réussi à imposer leurs modalités de transformation de l'épargne en investissement, des modalités qui semblent, dans le contexte socio-économique actuel, indépassables⁶.

6 Michel Aglietta défend une telle position dans la postface de *Régulation et Crises du capitalisme* en souhaitant qu'un

C'est ce dernier constat qu'une théorie du capital financier doit questionner. Car nous croyons que son acceptation témoigne justement de la puissance idéologique de la finance. En effet, l'hégémonie actuelle du capital financier ne repose pas seulement sur la puissance économique ou politique des nouveaux acteurs financiers, elle repose aussi, comme le montre avec éloquence Frédéric Lordon⁷, sur leur puissance symbolique. Une puissance symbolique qui participe à la production sociale des lieux communs que nous venons d'identifier. En particulier, du lieu commun qui semble légitimer l'ensemble de l'édifice, soit le postulat voulant que l'investissement dépend de la mobilisation sociale de l'épargne. D'ailleurs ce lieu commun « fondateur » est puissamment relayé par la figure de la relation financière dans la science économique néoclassique et sa conception du rôle de l'épargne dans l'investissement.

La figure néoclassique de la relation financière et ses catégories a priori

Dans sa version *textbook* la relation financière selon la perspective d'analyse néoclassique met en scène des épargnants et des investisseurs, dont l'interaction, prenant la forme de l'échange, peut se dérouler sur un marché ou être intermédiée par des institutions financières dont la fonction est de rendre ces transactions marchandes moins coûteuses⁸. Cette représentation de la finance découle d'une visée de compréhension de l'économie comme analyse du mode d'allocation le plus efficace des ressources rares, dans ce cas, ce sont les ressources sociales permettant l'investissement qui sont en jeu. Au cœur de l'analyse néoclassique de la finance réside le postulat que le niveau d'investissement dans une économie dépend d'une épargne préalable (loi de Say) et que la fonction économique de la relation financière est de transformer le plus efficacement possible cette épargne préalable en investissement. Un postulat idéologique central à cette représentation de la finance est qu'il y a une coïncidence entre l'efficacité individuelle (rendement maximum pour risque minimum) et l'efficacité sociale de l'activité financière.

« socialisme » des fonds de pension civilise la régulation financière des investisseurs institutionnels.

⁷ Frédéric Lordon, *Fonds de Pension, piège à cons?*, Paris, Raisons d'agir, 2000.

⁸ Par exemple: [...] the primary function of a financial system is to transfer savings from those who generate them to those who ultimately use them for productive investment or consumption. By meeting the needs of final lenders (savings-surplus economic units) for diversification, safety, yield, liquidity, or prospects of capital gain, financial institutions tend to lower the costs of funds to ultimate borrowers (savings-deficit units) and channel scarce loan and equity funds to uses with the highest social value at the margin (that is, to those projects with the highest net productivities). This, in turn, helps an economy improve its physical infrastructure, expand its industrial capacity, and add to the general welfare by promoting an acceptable distribution of credit Gordon Boreham et Ronald Bodkin, *Money, Banking and Finance: the Canadian Context*, Montréal, Dryden, 1993, p. 3.

La citation qui précède nous permet de dresser un tableau des catégories *a priori* de l'approche néoclassique de la finance: la rareté est un opérateur logique central à l'analyse néoclassique, c'est sur son existence que se fonde la nécessité d'un mécanisme d'allocation des ressources sociales entre une offre de surplus et une demande pour combler une pénurie. L'échange est la forme générale que prend le mécanisme d'allocation, la figure de l'offre de ressources sociales se présente sous la forme d'épargne de biens et celle de la demande de projets d'investissements. L'épargne naît d'un renoncement à la consommation, c'est ce qui en garantit la rareté. Les agents arbitrent entre consommer et économiser des ressources, les ressources économisées forment le stock d'épargne disponible pour l'investissement. On présuppose qu'il y a toujours un surplus de projets d'investissement par rapport à l'investissement pouvant être financé par le stock d'épargne disponible.

La question de l'allocation efficiente est donc celle des mécanismes de transformation de l'épargne en investissement capable de choisir les projets qui sont les plus rentables. La transformation de l'épargne en investissement peut prendre deux formes, soit une transformation médiatisée directement par la figure de la marchandise, c'est-à-dire que l'épargne se transforme en investissement par le biais de l'échange d'une marchandise (un instrument financier échangé sur un marché tel que la bourse), soit la transformation, est médiatisée par un intermédiaire, une firme, qui canalise l'offre vers la demande. Cela implique deux hypothèses institutionnelles « fortes » sur la nature des marchés et des institutions financières. La structure et la dynamique des marchés financiers seront assimilées théoriquement à celles du marché hypothétique de troc de biens. On postulera une structure de marché caractérisée par la réversibilité complète des positions jusqu'à l'atteinte de l'équilibre, l'absence de comportements stratégiques et une dynamique orientée par un système de prix de biens substituables. Les institutions financières apparaîtront comme un type de firme offrant un bien intermédiaire, ce qui a des conséquences importantes pour la place théorique de la monnaie dans le système analytique. En effet, en définissant les banques comme de simples intermédiaires, leur fonction de création monétaire est occultée et la monnaie doit être introduite de manière exogène dans le système comme un simple voile nominal qui se superpose aux interrelations économiques « réelles »: le troc de marchandises et le prêt de marchandises troquables.

La finalité de la finance est l'allocation de l'épargne vers les projets d'investissement qui sont les plus individuellement et socialement efficaces. La répartition de l'épargne entre les différents actifs financiers, le portefeuille agrégé de la société, est sensée refléter la répartition optimale des ressources

d'investissement d'une société. La normativité de la théorie financière néoclassique a pour principe que le portefeuille d'actifs rapportant le meilleur rendement financier pour les épargnants est celui qui dégage le plus de « valeur » pour la société en termes d'investissements. Cette coïncidence entre l'optimalité de épargne individuelle et l'optimalité collective des décisions d'investissements qui en résulte, transpose dans le domaine financier, les théorèmes du bien-être de « pareto-optimalité ». C'est sur ces théorèmes que les néoclassiques ont fondé une pièce centrale de leur théorie de la finance: l'hypothèse de marchés financiers efficients, voulant que l'instabilité ne soit pas une propriété inhérente au système financier mais qu'elle est attribuable soit à l'incomplétude de ce dernier soit à un choc ayant une origine exogène au système. Les catégories *a priori* de l'analyse néoclassique de la relation financière sont celles de la régulation marchande de l'allocation de l'épargne individuelle entre portefeuilles contrastés, et de l'effet théorique de ce mécanisme sur l'investissement. Cette régulation est sensée équilibrer la dynamique de la finance à celle de l'économie globale; aborder la finance en ces termes neutralise l'autonomie et la puissance du capital financier et élimine la possibilité même de l'émergence endogène de dynamiques économiques et sociales contradictoires⁹.

Les postulats d'évidences sur la nature et la fonction sociale de la relation financière que nous venons de relever, tant ceux qui se présentent comme lieux communs que ceux qui se présentent comme éléments de la théorie néoclassique, constituent, pour nous, le socle idéologique sur lequel repose le procès d'institutionnalisation de l'hégémonie du capital financier. Nous devons donc être en mesure de construire une théorie critique du capital financier capable non seulement de questionner et d'éclairer chacun de ces éléments de la puissance sociale de la finance, mais aussi de comprendre les dépendances structurelles qui les articulent en un tout.

* * *

Les trois lieux communs expliquant l'hégémonie sociale de la finance délimitent ainsi les contours et la structure générale que doit prendre la recherche sur le concept de capital financier. En effet, celle-ci doit porter successivement sur la relation financière comme rapport social et forme du lien social, sur la structure des régimes de finance capitaliste et sur les formes sociohistoriques de l'accumulation

⁹ Comme le remarquait Keynes à propos de l'économie marshallienne, la théorie néoclassique de la finance s'avère être celle d'un cas limite déduit des exigences théoriques et idéales d'une économie de troc en équilibre général plutôt que des caractéristiques institutionnelles des économies capitalistes historiques.

financière. Dans ce qui suit nous nous concentrons sur le premier niveau analytique, soit celui de la relation financière A-A' comme rapport social et forme du lien social car c'est sur cette dernière que s'édifie dans l'histoire du capitalisme les deux autres éléments. Nous allons effectuer cette analyse en nous attardant au processus d'institutionnalisation de la relation financière dans la modernité, soit pendant la période entre la genèse du capitalisme classique fondé sur la propriété bourgeoise (18e siècle) à l'avènement du capitalisme avancé ou organisationnel fondé sur la propriété corporative (20e siècle). Ce processus social est celui du développement de l'*institution financière* moderne. Celle-ci est premièrement la médiation objective de la relation financière dans la modernité, donc elle est le socle sur laquelle se construit les formes institutionnalisés de la finance capitaliste. C'est par elle qu'est reproduit la *liquidité* du capital, c'est-à-dire sa capacité à se reproduire sous une forme monétaire sans métamorphose en marchandise. Deuxièmement c'est à l'intérieur de l'institution financière du capitalisme classique, par un bouleversement du rapport entre ses dimensions constitutives, que va naître le capital financier à la fin du XIXe siècle, c'est-à-dire dans le cadre de la transition vers une forme de capitalisme organisationnel fondé sur la corporation. C'est en ce sens que l'étude qui suit comportent des prolégomènes au renouvellement de l'analyse du capital financier. Elle propose un idéaltype des dimensions et propriétés essentielles de l'institution financière qui se développa dans la modernité afin de mieux mettre en relief les transformations et permanences qui caractérisent la finance du capitalisme avancé du moment de genèse du capital financier au début du vingtième siècle à sa restauration actuelle.

II Les fondements sociaux de l'institution financière: obligation, négociabilité et intangibilité

La liquidité du capital et la figure A-A' comme forme élémentaire de la relation financière

Pour Marx la figure A-A' est l'unité de la relation financière produisant un capital portant intérêt et de la réification de ce rapport social par la production du capital fictif. Le capital fictif est un *actif*

A - A'

construit à partir de l'anticipation de la *liquidation* d'un *passif*,

A  A'

qui réalise la plus-value financière anticipée. Ce mécanisme correspond à la négociabilité: l'escompte par un tiers d'une créance intercapitaliste. Cette créance résulte du prêt de la somme « A » par un capitaliste X (le créancier) au capitaliste Y (le débiteur), qui s'engage à rembourser A'. La créance est *liquidée* quand Y rembourse à X A'; la créance est *liquide* quand un tiers Z accepte de X cette promesse de Y de payer A' comme moyen de paiement ou comme moyen de règlement pour un prix relativement proche de A'.

Pour le porteur de la promesse de payer, le créancier X, la dette de Y acquiert ainsi la qualité de la liquidité *monétaire* dans le sens que son transfert à un tiers anticipe le résultat de la liquidation de la dette. Pour Marx, ce processus résulte dans une transformation en capital fictif de la créance - capital portant intérêt. Dans sa forme la plus « évoluée » le capital fictif devient « l'action », un titre financier dont la valeur anticipe le procès de valorisation du capital productif en général. Selon Marx la « valeur » du capital fictif repose sur un fétichisme de la prodigalité naturelle de l'argent en tant que capital. Marx utilise la catégorie de « socialisation » pour rendre compte du processus de transformation d'une créance interindividuelle en capital fictif. Le concept de liquidité s'impose ainsi dans notre étude pour rendre compte du procès de « socialisation des dettes intercapitalistes ». Dans ce

sens général, la liquidité renvoie à la valeur sociale d'une créance issue de la relation financière, à la qualité¹⁰ d'un rapport A-A', quant à sa capacité de reproduction élargie de l'argent en tant que capital. Les concepts de *réversibilité* et d'*indétermination* rendent compte de ce caractère virtuel de la liquidité. Comme le soulignent Aglietta et Cartelier, la liquidité institutionnalise une double réversibilité qui s'arrime à chaque terme de la relation financière, c'est-à-dire du côté du créancier A-A' , c'est la capacité, que nous venons de mentionner, de « liquider » ces créances en les convertissant en monnaie, que du côté du débiteur A-A' (..) « c'est la capacité de renouveler des dettes arrivant à échéance, de substituer de nouvelles dettes à des dettes anciennes »¹¹, ou, nous pourrions ajouter que c'est aussi la capacité de renouveler ses dettes à des termes viables pour la reproduction de la structure d'accumulation. En effet, côté débiteur, le risque est de devoir renouveler des dettes à des taux d'intérêt ou selon des échéances qui ne sont plus compatibles avec le rendement de l'investissement initialement financé.

Dans les deux cas, la *réversibilité* que permet la liquidité se présente comme un rapport à la monnaie: dans le cas du créancier, c'est la conversion immédiate de la créance en monnaie de paiement, l'actualisation du procès A-A' et, dans le cas de débiteur, c'est la pérennité d'un accès à la monnaie de crédit, la reproduction du procès A-A'. La liquidité comme modalité générale de « socialisation » de la relation financière peut se comprendre comme sa double mise en rapport à la monnaie, d'autant plus que l'on doit comprendre la « socialisation » dans son sens marxien comme médiation d'une pratique privée par une figure de la totalité, or la monnaie est la figure économique par excellence de la totalité sociétale. La liquidité, que nous proposons comme attribut social définissant l'institution financière moderne, repose elle-même sur les propriétés de l'institution monétaire¹²

Quant à l'indétermination de la figure A-A', elle renvoie à la distance établie entre le procès d'accumulation financière et la division du travail résultant de la reproduction du capital productif. Le concept de liquidité permet de complexifier la compréhension non seulement de la signification sociale et économique de cette distance mais des mécanismes de sa production et de son maintien. La liquidité

10 Sur la notion de la liquidité comme attribut qualitatif, difficilement quantifiable, voire John Hicks, *A Market Theory of Money*, Oxford, Oxford University Press, 1989, p. 61 - 63.

11 Michel Aglietta et Jean Cartelier, « Ordre monétaire des économies de marché » dans *La monnaie souveraine*, sous la direction de Aglietta, Michel et André Orléan, Paris, Odile Jacob, 1998, p. 141

12 Toute la théorie minskienne de la finance capitaliste est d'ailleurs fondé sur ce postulat qu'il emprunte directement à Keynes.

d'une dette capitaliste, qui se définit comme la capacité de convertir celle-ci en monnaie sans perte de « capital », implique l'existence d'une contre partie prêt à échanger de la monnaie contre cette dette. Dans une perspective keynésienne cette contre partie prend la forme d'une communauté de jugement financière qui juge de la qualité des créances A-A'. Or, les modalités de formation des « jugements collectifs » sur la créance par cette communauté se présentent dans sa forme marchande comme une *structure de communication autoréférentielle*, donc forcément autonome du procès réel de reproduction du capital productif, procès qui doit en dernière instance valider la créance A-A'. Tout comme la réversibilité, l'indétermination engendrée par la liquidité joue des deux côtés de la relation financière: côté créancier, elle structure la « valeur » sociale des créances¹³, côté débiteur, elle participe justement à la formation des termes¹⁴ qui régissent l'accès et le renouvellement du crédit. La liquidité institutionnalise l'indétermination de la relation financière vis-à-vis de la division du travail en interposant entre elle et le procès du capital productif une communauté de jugement de la qualité des créances dont la manifestation « institutionnelle » est le marché monétaire et financier ayant comme forme idéaltypique la « bourse ».

La liquidité est le fondement de l'institution financière moderne parce qu'elle institue une double médiation de la créance, médiation par la monnaie de la réversibilité de la relation financière et médiation par la communication autoréférentielle de l'indétermination de la relation financière. Notons que ces deux médiations ne se déploient pas parallèlement l'une à l'autre mais qu'elles se branchent plutôt « en série », la communauté de jugement marchande et boursière s'interposant entre la dette et son rapport à la monnaie.¹⁵ Cette double médiation est le produit de l'institutionnalisation de la négociabilité des dettes dans les sociétés capitalistes modernes. La négociabilité implique donc non seulement que la dette puisse faire l'objet d'un échange en tant que marchandise, elle implique aussi

13 Nous parlons depuis le début de ce chapitre des créances en général, sans distinguer les formes bancaires des titres.

14 Formation de normes d'échéance et de taux et rationnement en fonction du risque.

15 Cette forme renvoie à la hiérarchie structurelle entre la dimension publique et la dimension privée de l'institution financière. Les rapports entre ces deux dimensions de l'institution financière sont en fait plus complexe que ne laisse entendre un recoupement public/privé compris dans son sens classique comme ce qui relève de la sphère de l'État et ce qui relève de la sphère de la personne et de la société civile. Les notions de public et de privé renvoient plutôt, dans ce cas, à la nature de la dette « ultime » qui forme l'assise de la liquidité, la monnaie repose en dernière instance sur une dette émanant du pouvoir public, l'État est le socle sur lequel repose la liquidité monétaire et de celle de toute les dettes qui s'y rapportent. On peut alors y contraster une liquidité financière qui se fonde sur les dettes privés et les jugements concernant leur qualité, celle-ci se superpose à la liquidité monétaire et peut dans certains cas prétendre la surdéterminer. Ceci se trouve aussi dans le premier chapitre du *Treatise on Money* de Keynes lorsqu'il analyse la forme de monnaie « représentative ».

qu'un titre sur la dette négociable d'un tiers puisse agir comme moyen de paiement et ainsi acquérir une forme dérivée de puissance libératoire de la monnaie souveraine. Ces deux caractéristiques des dettes intercapitalistes se sont reflétées dans la poursuite tout le long de la modernité du mouvement de désubstantialisation du droit de propriété.

L'unité des transformations de la relation financière traditionnelle en institution financière moderne fut essentiellement un phénomène sociojuridique. C'est en effet par la norme juridique qui fut reconnue la légitimité des médiations « financières » des créances intercapitalistes par lesquelles celles-ci devinrent monnayables et échangeables. C'est elle qui procéda à la reconnaissance de nouvelles formes de la propriété associées à la négociabilité des créances. C'est donc vers la compréhension de ce développement sociojuridique que nous devons maintenant nous tourner.

Fondements sociojuridiques de la relation financière dans le droit romain: la notion d'obligation

L'institution financière moderne plonge ces racines dans les différentes figures de la dette des sociétés traditionnelles, en particulier dans la figure primordiale et sacrée qu'est la dette de sens. Selon Freitag, celle-ci est au coeur des régulations sociales culturelles-symboliques et traditionnelles. Elle est une figure première du lien social qui engage le sujet dans un rapport de dépendance vis-à-vis de la totalité, une totalité qui se présente comme un passé qui saisit et détermine le présent (le mort saisit le vif comme disait Marx):

(...) cette dette n'est d'autre, en fin de compte, que la reconnaissance de la dépendance de chaque action significative-normative particulière vis-à-vis de l'ordre signifiant d'ensemble, tel qu'il est advenu de manière contingente, et tel qu'il est néanmoins « nécessaire » à toutes les pratiques qu'il intègre et régit, puisque c'est de lui qu'elles tirent leur signification, leur valeur et leur sens. La reconnaissance de la dette de sens est ainsi constitutive en même temps du maintien de l'identité propre et de la différence à l'égard de l'altérité. Ontologiquement, elle fixe à la société sa place dans le monde, tout en le faisant son monde propre, dans l'accueil duquel elle se tient, de manière familière.¹⁶

La diversité sociohistorique des figures de la dette dérivées de cette forme anthropologique première vont conserver de celle-ci sa structure asymétrique qui institue la dépendance des relations sociales singulières sur un rapport à la totalité. Dans les sociétés traditionnelles, la dette de sens primordiale se

¹⁶ Michel Freitag, « La normativité et la crise des sciences sociales. » *Le naufrage de l'université*. Montréal, Nota bene, 1998. p. 95.

transcendantalise en rapport religieux, la dette acquérant une objectivité « symbolique ». Elle peut ainsi se matérialiser en rapport d'obligation envers le divin. Les éléments constitutifs de cette relation sociale de « créance¹⁷ », c'est-à-dire:

- les postures du créateur et du débiteur,
- l'obligation comme forme générale du rapport asymétrique qui se nouent ces sujets,
- la dette substantialisée en objet de se rapport (la faute, la promesse, le péché),

sont le produit de la transition de la dette de sens à la figure de la « dette de vie » religieuse qui voit l'homme devenir « débiteur de son être envers Dieu »¹⁸.

C'est ainsi que la figure de la dette économique, telle qu'elle s'est institutionnalisée dans l'espace des pratiques économiques en Occident, ainsi que le rapport d'obligation interpersonnelle qu'elle implique ne vont pas naître d'une relation première d'échange marchand comme le postulait Marx, mais de la sécularisation de la relation de créance religieuse par la construction sociale de l'obligation financière comme lien de droit¹⁹. Ce développement se manifeste à Rome lors du passage de la Royauté à la République:

(...) le rite magique destiné à lier les dieux s'est déplacé vers le domaine des relations individuelles. Pour lier une autre personne, on a transposé les rites collectifs religieux en les détournant de leur but. On obtient ainsi l'accord de la société et sa protection, et donc « l'obligation » de la personne concernée. Le respect des formes assure le passage d'un système statutaire religieux à un système contractuel magique, puis profane.²⁰

La relation financière dans la Rome antique sera ainsi codifiée juridiquement en tant qu' « obligation », c'est-à-dire « droit personnel ». Le droit romain a distingué le *Jus in re*, droit sur une chose, du *Jus in*

17 Comme le souligne Émile Benveniste la notion de créance renvoie sur le plan étymologique au même horizon que croyance, les deux se fondent en latin dans le mot *credere*. Émile Benveniste. *Le vocabulaire des institutions indo-européennes*. Paris, Éditions de minuit, 1969. Volume 1, Économie, parenté, société, p. 171 - 179.

18 J. Henriot, « Obligation », *Encyclopédie Philosophique Universelle. II, Les Notions Philosophiques, Tome 2*. Paris, PUF, 1990, p. 1788.

19 La dette économique qui va naître de la relation financière est endettement de l'individu vis-à-vis d'une totalité, mais implique un rapport au temps inversé: elle ne renvoie plus à un endettement passé contracté sur un mode religieux dans l'en deçà de la vie humaine, elle est désormais sécularisée et fondée sur des anticipations du futur; c'est un « pari sur l'avenir ». Bruno Thérêt. « De la dualité des dettes et de la monnaie dans les sociétés salariales » in. *La monnaie souveraine*. Sous la direction de Michel Aglietta et J. Cartelier, Paris, Odile Jacob, 1998, p. 255.

20 Bernard Durand, *Histoire du droit des obligations*, Notes de cours, Faculté de droit de Montpellier. www.univ-montp1.fr/Recherche/Droit/Pkumr/Coursdurand/coudur01.htm, p. 7 de 25.

Personam, droit sur une personne. C'est à partir du premier que vont se construire les notions de possession et de propriété; et c'est la seconde qui donnera forme aux différents types de relations monétaires créateur/débiteurs dans l'Antiquité romaine. Selon le juriconsulte Paul (III^e siècle de notre ère):

La substance des obligations ne consiste pas en ce qu'elle rend nôtre une chose matérielle ou une servitude mais en ce qu'elle astreint un autre individu envers nous à « Dare », « Praestare », « Facer ».21

L'obligation vise directement l'autre plutôt qu'une chose entre les mains de l'autre, elle vise celui-ci en le liant dans un devoir de performance: transférer (dare), fournir (praestare) une chose, ou accomplir une tâche (facere). L'essence de l'obligation comme institution juridique est la présence du devoir juridique assumé par le sujet débiteur et de la contrainte qui s'impose à lui en cas de non performance. Mais c'est aussi leur distinction faisant de la contrainte une sanction *conditionnelle* à la non réalisation du devoir qui est médiatisée par une instance publique. Du point du créateur, l'obligation est un rapport fiduciaire de créance (croyance/confiance) non seulement dans l'autre mais, de manière plus générale, dans l'avenir.

Le devoir de performance est ainsi assumé explicitement par les parties qui nouent l'obligation. Dans la société romaine pré-classique, il fait l'objet d'une déclaration ritualisée sous la forme d'une promesse solennelle de paiement. La séparation entre le devoir juridique et l'exercice de la contrainte fait de l'obligation plus qu'un rapport horizontal de sujet à sujet. Dans le cas du non-paiement de la dette, la structure de l'obligation implique la mobilisation d'un rapport à la totalité qui se manifeste sous la forme de la contrainte exercée par une instance tiers fondatrice de l'espace des rapports de droit entre personnes, c'est-à-dire l'autorité politique. Cette contrainte remplace la puissance qu'exercerait directement le créancier sur le débiteur, contrainte qui mobiliserait le tissu des liens communautaires et parentaux en prenant la forme d'une vendetta entre clans ou phratries.²² L'obligation financière, telle que codifiée par le droit romain présente ainsi l'ensemble des caractéristiques qui définissent

²¹Cité dans Durand, *Histoire du droit des obligations*, Notes de cours, Faculté de droit de Montpellier. www.univ-montp1.fr/Recherche/Droit/Pkumr/Coursdurand/coudur01.htm, p. 23 de 25 Macleod va retenir la définition suivante de l'obligation tirée du Digeste Justinien: « The essence of an Obligation does not consist in this, that it makes any Specific Goods our Property (*jus in re*): but that it binds some Person (*jus in personam*) to give us something (*jus ad rem*), or to do something, or to supply something. » H. D. Macleod, *Theory and practice of banking*, 1883. p. 81.

²² Sur ceci voir Max Weber, *Economy and Society*, Berkeley, University of California Press, 1978. p. 676 - 678.

« l'institution » sociologique. Les formes empiriques de l'obligation financière, les relations financières codifiées, sont ainsi des matérialisations symboliques de l'institution en tant que médiation objective de la pratique sociale.

Ces principes « romains » de l'obligation comme forme juridique sont essentiels pour comprendre la nature spécifique de l'institution financière de la modernité. Le romaniste Durand identifie trois éléments constitutifs de l'obligation en tant que relation sociale que le droit romain a léguée à la société moderne:

- 1) « l'obligation est d'abord un lien de droit c'est-à-dire un rapport juridique pourvu d'une sanction [...]»;
- 2) l'obligation est [...] un droit personnel différent du droit réel. Toute obligation comporte au moins deux sujets. Un créancier, c'est le côté actif de l'obligation; un débiteur, c'est le côté passif. Le premier n'a qu'un droit, celui de contraindre son débiteur à payer: il n'a pas le droit d'exercer cette contrainte sur la personne du débiteur, et il n'a pas droit direct sur les biens du débiteur [...] c'est la justice qui se substitue au débiteur négligeant.
- 3) l'obligation comporte un objet qui est l'exécution de la prestation due, que l'on appelle le paiement. [...] Le paiement éteint l'obligation et si le débiteur s'y refuse, il y sera contraint. Autrement dit ou bien le débiteur se sent tenu d'exécuter (devoir) ou bien on l'y contraint (sanction) »²³.

(1) L'obligation est une médiation institutionnelle qui met en forme la relation financière dans l'espace du droit. La relation financière se noue et est effective comme droit personnel, ce qui fait explicitement de celle-ci une modalité du lien social par laquelle l'engagement interindividuel, la promesse, est un engagement envers la totalité. De plus, c'est un engagement qui se projette dans l'avenir. La relation financière est ainsi en quelque sorte un droit sur l'avenir qui s'actualise dans le présent, un droit non seulement sur l'avenir de l'autre mais sur l'avenir de la totalité. Dans la mesure où :

(...) la notion d'obligation implique une civilisation où l'on tient compte de l'avenir, où l'on est capable de faire la relation entre puissance immédiate sur la chose et puissance différée (...) ²⁴

l'obligation financière est une relation sociale qui lie l'avenir de la totalité (société) à son présent et son présent à son avenir.

23 Bernard Durand, *Histoire du droit des obligations, partie 1*, Notes de cours, Faculté de droit de Montpellier. www.univ-montp1.fr/Recherche/Droit/Pkumr/Coursdurand/coudur01.htm, p. 1 de 25

24 Bernard Durand, *Histoire du droit des obligations, partie 1*, Notes de cours, Faculté de droit de Montpellier. www.univ-montp1.fr/Recherche/Droit/Pkumr/Coursdurand/coudur01.htm, p. 1 de 25

(2) Le propre de la relation financière en tant qu'obligation est qu'elle se définit exclusivement comme une relation intersubjective, « jus in personam »: la chose échangée dans la relation financière, la somme d'argent, n'a pas d'existence juridique en elle-même (voir le point 3). Les figures subjectives instituées par l'obligation financière sont le créancier et le débiteur ceux-ci sont créés ex-nihilo par la relation à partir de la notion juridique de « personne »²⁵, ce ne sont donc pas des vendeurs et acheteurs convertis en nouveaux sujets. Il est significatif que les positions des sujets de l'obligation financière se définissent directement dans le langage de la comptabilité qui a présidé au développement du capitalisme moderne: créancier = actif, débiteur = passif. C'est le langage de la monnaie comme unité de compte à la fois qui institue le sujet économique en tant que sujet monétaire et donne une expression monétaire au lien social entre les sujets économiques, lien social se présentant comme autant de crédits et de débits. Ceci est déjà évident dans la racine latine du mot débiteur: *debitum* de *debere* fut construit à partir de *habutum*: *de - habere*, « avoir en moins ». Le débiteur est celui qui, dès la constitution de la relation voit son patrimoine amoindri proportionnellement à la dette contractée.

L'obligation financière nous propose une représentation des sujets de l'économie nécessairement engagés dans un processus constant de validation de dettes ou créances du passé et de production de dettes ou de créances qui auront à être validées dans l'avenir²⁶. Ces dettes sont autant de liens sociaux entre sujets économiques, les crédits des uns étant les débits des autres²⁷. Ainsi, chacun est passivement solidaire des autres (par l'intériorisation du sens du devoir). L'autorité juridique, en tant qu'elle représente la totalité, est là pour imposer activement cette solidarité. Chaque lien de crédit à débit est un lien de temps, il encadre des laps de temps (un lien défini entre un présent et un avenir) dans une relation sociale qui a elle même sa propre existence dans la durée. Ainsi, le lien social se redouble en lien temporel. Une temporalité sociale proprement économique naît de l'obligation

²⁵ La personne se définit par sa double capacité de contracter et d'exercer un droit de propriété, capacité fondée sur l'autonomie de sa volonté et l'orientation de son agir en fonction de son intérêt privé. En ce sens, cette figure du sujet se distingue du « parent » et du citoyen. Sur ce voir G. W. F. Hegel, *Principes de philosophie du droit*, Paris, Vrin, 1975.

²⁶ Ceci est d'ailleurs un des postulats fondamentaux des approches keynésiennes de l'économie:

« Our economy has a past, which is present today in maturing payment commitments, and a future, which is present today in debts that are being created. » Hyman, P. Minsky, *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Wheatsheaf Books, 1982. p.18 Dans la mesure où les biens de capitaux ou d'investissement sont conceptualisés comme des « actifs financiers » la relation financière est le mode privilégiée de construction du temps dans la sphère économique.

²⁷ « Each economic unit - be it a business firm, household, financial institution, or government - is a money-in-money-out device. » Hyman, P. Minsky, *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Wheatsheaf Books, 1982. p.18

financière²⁸ et, parce que l'obligation est un lien à la totalité, cette temporalité incorporée dans la structure des liens financiers est effective. Elle a, en effet, la capacité de déterminer l'histoire de la société par son emprise sur les comptes qui composent les rapports économiques²⁹. Un retour sur la notion de « créance », de l'obligation financière du point de vue du créancier, va nous permettre de mieux comprendre cette effectivité temporelle, et surtout son actualité pour la compréhension des rapports financiers actuels.

Le créancier accepte de nouer une obligation financière sur la base de sa « créance » en son débiteur. Il faut ici examiner deux choses sans les confondre: d'une part ce qu'implique pour le créancier cette acceptation et, d'autre part, la nature précise de la créance. En nouant une relation financière, le créancier accepte de se départir d'un droit actuel sur une somme de monnaie. Cette monnaie est monnaie souveraine, elle représente à la fois un droit abstrait sur la richesse sociale actualisable immédiatement et, en même temps, une puissance libératoire immédiate vis-à-vis de toute dette que pourrait avoir le sujet. Pris ensemble, ces deux caractéristiques d'un *droit* sur de la monnaie définissent la liquidité *monétaire*. En effet, celui qui détient un droit sur de la monnaie est dans une posture à la fois parfaitement réversible et parfaitement indéterminé, il détient un *droit* sur la *liquidité monétaire*. À tout moment dans une société, les droits sur la liquidité monétaire forment un tout quantitativement déterminé. Le droit sur la liquidité monétaire est en fait une « part » de la substance sociale a) dotée de la capacité libératoire et b) droit sur la richesse sociale, c'est-à-dire sur la monnaie souveraine. En devenant créancier le sujet monétaire se départit du droit sur cette part de liquidité. Il échange un droit effectif sur de la monnaie maintenant pour un droit sur un *versement* de monnaie plus tard (et non pas sur de la monnaie, puisqu'il s'agit d'un *jus in personam*, sur le débiteur, ou *ad rem*, sur versement, mais pas *in re*, sur la monnaie).

Dans le chapitre treize de la *Théorie générale*³⁰, Keynes va montrer que la décision de se départir de la

28 Ce temps est radicalement différent du temps de travail objectif de l'économie politique classique, et de sa critique, et de manière plus générale de la temporalité propre à l'univers productif, à la technique et au rapport de l'homme à la nature dans le travail.

29 Ce constat sur la nature de l'obligation financière permet de dégager certains des fondements sociohistoriques à l'hypothèse de l'instabilité financière de Minsky.

30 John M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York, Prometheus Books, 1997, « The General Theory of The Interest Rate » p. 168 - 172.

liquidité monétaire est déterminée par trois motifs économiques³¹: les motifs de transaction, de précaution et de spéculation. Ces motifs sont en fait interreliés. On peut les comprendre comme les dimensions qui balisent une décision relative à la composition du « portefeuille » de chaque sujet monétaire entre éléments liquides (monnaie) et non liquides (biens ou créances), selon sa « préférence pour la liquidité ». La composition globale de ce portefeuille doit en premier lieu tenir compte des obligations de paiement que doit honorer le sujet dans l'avenir rapproché et des recettes prévisibles qui pourraient couvrir ces paiements³². La décision de se départir d'un droit sur la liquidité monétaire dépend ainsi des décisions du passé (obligations à venir) mais seulement dans leur rapport à l'avenir, recettes prévisibles et dépenses imprévisibles, elle est profondément déterminée par la structure des rapports crédit/débit qui enlacent le créancier et le rendent solidaire de la totalité dans l'extension et dans son devenir (car chaque rapport crédit/débit incorpore un rapport au temps spécifique). La création d'une obligation financière implique, dans un premier temps, que le sujet qui devient débiteur se départisse d'un droit sur la liquidité monétaire, c'est-à-dire qu'il puisse se mettre en position de relative illiquidité vis-à-vis de l'avenir. Elle n'implique pas nécessairement que le sujet ait épargné, si on définit l'épargne comme un surplus des revenus passés sur les dépenses de consommation passées, puisque ce départir de la liquidité monétaire et recycler une épargne sont deux processus économiques distincts. Pour le dire plus simplement, la capacité de s'engager dans une obligation financière à titre de créancier est déterminée par les vues sur l'avenir et non pas mécaniquement par les résultats de l'agir du passé.

Jusqu'à maintenant dans cette exploration de la signification sociale et économique impliquée dans la cession d'un droit sur la liquidité, le crédit ne s'est présenté que comme figure négative. Le créancier n'est pas encore entré en relation avec le débiteur, sa posture n'est déterminée que dans son rapport à lui-même, bilan des crédits/débits sur une période. Mais déjà, ce rapport est médiatisé par la totalité et par son devenir, ce que Keynes appelle la préférence pour la liquidité³³. La décision d'offrir du crédit avant même la rencontre d'un débiteur incorpore un rapport au devenir de la société.

31 qui ne se comprennent et ne font sens que dans une économie monétaire, mais font sens dans toute économie dès qu'elle est monétaire.

32 Il faut spécifier que nous raisonnons en postulant l'absence de véritables marchés financiers qui permettraient d'échanger des titres sur des créances contre de la monnaie. Comme le souligne Keynes (p. 170) dans ce cas les deux premiers motifs, transaction et précaution, sont déterminants tandis que le troisième est marginalisé.

33 La question de la détermination du taux d'intérêt, qui est ici le véritable problème de Keynes ne concerne pas directement notre problématique.

Maintenant, quand le créancier entre en relation avec le débiteur et lui cède un droit sur la liquidité monétaire en échange d'une promesse de paiement nous appelons ce moment de la relation financière *un rapport de créance*. La notion de créance souligne le caractère fiduciaire du rapport personnel entre créancier et débiteur, mais elle souligne aussi la créance « confiance-croyance » du créancier (et du débiteur) dans une « convention de normalité »³⁴ qui projette la conjoncture présente dans le devenir de la société et de l'économie. Dans la mesure où l'obligation financière incorpore du temps social dans la relation financière, elle incorpore une anticipation sur le futur de l'économie et de la société qui devient effective dans le présent. Elle devient effective d'autant plus que l'emprise de la créance en tant qu'*obligation juridique* s'impose au débiteur par le biais du devoir de performance et à la société en tant que totalité par la contrainte que celle-ci est tenue d'imposer par la médiation de l'autorité politique, sur le débiteur en cas de défaut de paiement

(3) Cette discussion sur la créance nous amène à commenter ce qui se présente comme l'objet de l'obligation financière, non seulement du point de vue des deux sujets mais du point de vue du tiers qui est garant du rapport social. L'objet juridique de l'obligation financière n'est pas la créance comprise comme une somme d'argent due, c'est plutôt le devoir de paiement de la somme due: l'obligation n'est pas le droit sur l'argent, un *jus in res*, mais un droit sur autrui, *jus in personam*. L'objet visé par la créance, ce qui est appelé une « dette » économique, n'est pas une somme d'argent mais une action, une performance qui se présente juridiquement sous la forme d'un devoir de paiement d'une somme déterminée:

Le devoir c'est le rapport juridique en vertu duquel le corps social demande au débiteur d'exécuter sa prestation. ³⁵

Juridiquement la dette qui correspond à la créance existe sous deux formes distinctes:

Il y a (...) une dette antérieure à l'exécution et éteinte par l'exécution (...)

La dette comme objet économique: une relation financière qui incorpore le temps social, projette l'avenir dans le présent et rend ce temps effectif comme médiation économique des rapports sociaux.

³⁴ Le terme est d'André Orléan, *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999 p. 138. Ici nous nous basons plutôt sur l'analyse par Minsky du concept d'incertitude chez Keynes, « we devise conventions: we assume that the present is a « serviceable guide to the future », Hyman Minsky, *Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975, p. 66.

³⁵ Bernard Durand, *Histoire du droit des obligations, partie 1*, Notes de cours, Faculté de droit de Montpellier, www.univ-montp1.fr/Recherche/Droit/Pkumr/Coursdurand/coudur01.htm, p. 2 de 25

Puis,

et il y a une dette qui naît de l'inexécution et qui est différente de la dette primitive. 36

la dette alors n'existe plus que comme rapport juridique créateur/débiteur maintenant directement médiatisé par l'autorité publique, et la créance en tant que telle a perdu son existence proprement économique.

La dette économique, objet de la relation financière, n'est pas une somme d'argent, une chose matérielle. Elle est le droit d'exiger d'autrui un paiement et, symétriquement, le devoir de ce dernier à effectuer le paiement sur demande, qu'il ait ou non les moyens de paiement pour le faire³⁷. C'est cette existence comme droit sur une personne qui rendra difficile la transformation de la dette en objet négociable, condition de possibilité de la liquidité de type bancaire et financière et caractéristique proprement moderne de l'institution financière.

* * *

L'institution financière définie uniquement en tant qu'obligation donne naissance à la relation financière *usurière*. L'usure est la forme idéaltypique de la relation financière dans les sociétés traditionnelles. Cette relation financière usurière ne fait que renforcer les inégalités statutaires fondées sur la reconnaissance de privilèges et de puissance passés. C'est en ce sens qu'elle est une relation typiquement traditionnelle caractéristique d'une société aux rapports marchands encore faiblement émancipés de la normativité communautaire et statutaire structurée par une logique de la possession plutôt que du droit de propriété.

Elle n'implique effectivement que l'institutionnalisation de l'obligation financière pour exister comme médiation économique effective du rapport d'accumulation A-A'. Ce rapport se présente sous la forme d'une « structure logique » : S ... S; l'épargne qui s'articule à l'épargne. En occurrence l'épargne passée

36 Bernard Durand, *Histoire du droit des obligations, partie 1*, Notes de cours, Faculté de droit de Montpellier, www.univ-montp1.fr/Recherche/Droit/Pkumr/Coursdurand/coudur01.htm, p. 2 de 25

37 If the Creditors Right were the Right to a specific sum of money in the Debtors possession, it would follow that a person could never be insolvent: because, if he had no money, his Creditor could have no Right : but, unfortunately, this is very far from being the case. In too many instances persons are insolvent; i.e., they are under the *Duty to pay* money, and have no money to pay it with: but the Creditor's *Right to demand* exists, no matter whether the debtor can pay it or not. H. D. Macleod. *Theory and practice of banking*, 1883. p. 83.

du créancier (le capitaliste usurier détenteur de « A ») qui se reproduit et s'accumule par l'épargne « obligée » du débiteur qui doit générer à partir de la seule sphère de la circulation une somme « A' ». On peut définir *formellement* l'épargne comme la part de revenu non dépensée dans la consommation. Or, *institutionnellement*, l'épargne se différencie de la *thésaurisation* par une pratique sociale prenant la forme d'une transformation systématique d'un stock de monnaie excédentaire en dépôt bancaire. Cette transformation n'est pas une opération physique, c'est une pratique institutionnelle produisant un rapport social hautement codifié. Ainsi la définition formelle de la figure sociale de l'épargnant, par exemple dans le common law anglo-saxon, renvoie au rapport banque - déposant. Sociojuridiquement l'épargnant n'existe que dans l'espace de ce rapport.

Ce rapport n'est que le produit de l'application du principe d'obligation financière entre banque et épargnant, ce qui permet d'ailleurs de différencier un « baillement » d'un dépôt bancaire. On trouve un cas type de la forme primitive du dépôt bancaire dans l'activité des orfèvres londoniens au 17^e siècle. Ceux-ci acceptaient des dépôts de monnaie frappée qu'ils gardaient à contrat pour leur client. Or, la norme juridique qui régula ce contrat était le « bail » et non pas l'obligation financière. Le déposant restait propriétaire non pas de la « somme » déposée en unités de compte, mais des pièces particulières. Cela veut dire qu'un déposant effectuant un retrait était dans son droit de demander les pièces physiques réellement déposées et non pas seulement des pièces équivalentes au montant déposé. C'est par l'application du principe de l'obligation financière dans l'interprétation du rapport entre déposant et banque que la figure moderne de l'épargnant se constitue. Le dépôt de monnaie se transforme en relation financière entre banque et déposant où le second devient créancier de la première. Institutionnellement, il n'y a épargne, en tant que pratique socialement significative, qu'à travers la constitution de ce type de relation créancier/débiteur entre une banque et un sujet économique détenant des moyens de paiement non dépensés. C'est en ce sens que la relation d'épargne, loin d'être une médiation première de la relation financière, est plutôt un résultat du monnayage et de l'investissement.

De la « négociabilité » des créances à la liquidité monétaire

Telle que codifiée par le droit romain et telle qu'accueillie par les juristes et notaires au Moyen-Âge qui encadraient juridiquement les pratiques marchandes³⁸ la relation financière traditionnelle est une obligation interpersonnelle privée. Elle n'existe pour un tiers qu'au moment où elle cesse d'être un rapport économique et devient un phénomène entièrement juridique. La structure juridique et normative de la créance fait de la dette économique traditionnelle une médiation sociale, mais la puissance de celle-ci agit toujours économiquement dans l'espace des rapports privés *interindividuels*, de proche en proche: de comptes à comptes, de débit à crédit. Elle ne peut s'émanciper (s'abstraire) comme puissance économique de cette relation inter-individuelle originale. La dette n'est alors explicitement et réflexivement sociale que dans l'espace du tribunal et des rapports juridiques.

Le développement de l'institution financière proprement moderne impliquera l'émancipation de la créance cantonnée dans la sphère privée et son entrée dans la nouvelle sphère de la circulation sociale où elle va acquérir une existence objective et une effectivité économique pour tout tiers en tant qu'il est acteur économique ou sujet monétaire. Marx a compris ce développement par le biais du concept de socialisation. Un siècle plus tard, Keynes et Hicks vont utiliser le concept de liquidité afin d'aborder le même phénomène³⁹: la circulation des dettes et leur effectivité comme médiation économique dépend de leur liquidité. Pour Marx, le concept de socialisation renvoyait aux résultats du procès d'institutionnalisation de la finance moderne considérés comme significatifs du point de vue de l'explication du capitalisme en tant que mode de production. En ce sens, il ne visait pas à rendre compte du procès d'institutionnalisation de la finance capitaliste en tant que tel. Le concept keynésien de liquidité explique pour sa part la nature, les propriétés et l'effectivité économique des créances socialisées et, en particulier, des créances bancaires qui circulent en tant que monnaie⁴⁰. Il permet finalement de penser l'articulation entre crédit et monnaie par la différenciation de la liquidité en une

³⁸ Concrètement ceux qui rédigeaient les contrats d'obligation et les modèles de lettres de créance et de change. Max Weber note dans son histoire économique que les institutions capitalistes ne sont pas en tant que telles des importations directes du droit romain, elles ont des origines médiévales et proviennent des droits coutumiers germaniques ou arabes. Par contre, il soutient que le droit romain fut une instance cruciale de formalisation et d'abstraction de ce droit coutumier au moyen-âge, les institutions furent ainsi insérées dans un système des catégories juridiques abstraites et déductibles de principes premiers, tel que justement celui de l'obligation dans le domaine des rapports financiers. Max Weber, *General Economic History*, New York, Collier, 1961. p. 252.

³⁹ John R. Hicks, *Money, interest rates and wages*, Oxford, Basil Blackwell, 1982. p. 239.

⁴⁰ John M. Keynes, *A Treatise on Money*, volume 1. p. 5 et 6.

forme monétaire et une forme financière.

L'émancipation de la relation financière de l'espace interindividuel, son accession à une existence et à une puissance économique objective pour un tiers en tant qu'autrui en général repose sur l'institutionnalisation sociojuridique à la fin du XVIIe siècle de la négociabilité des créances. Dès lors les propriétés et caractéristiques de ce mode d'existence proprement moderne de la créance s'expliquent par le biais du concept keynésien de liquidité.

La méthode juridique par laquelle la négociabilité de la créance fut produite prit la forme de l'application des principes du droit de propriété au rapport entre le créancier et sa créance. Rappelons que le passage de la tradition à la modernité se caractérise, entre autres, par la refondation du sujet de la société en tant que personne « civile » dont une des premières caractéristiques est un rapport au monde et à soi à titre de propriétaire. Dans le domaine des rapports économiques, la propriété remplace presque entièrement les rapports et droits de possession comme médiations sociojuridiques centrales. C'est dans la mesure où le rapport du créancier à la créance fut aussi reconnu comme un lieu où se déploie un droit de propriété que celui-ci a pu aliéner à autrui cette promesse de paiement sans égards (ab-usus) pour les intérêts, les désirs ou la volonté du débiteur. Cette propriété est dite « incorporelle », par les juristes, parce qu'elle ne se matérialise dans aucun corps, même pas celui des pièces par lesquelles pourrait s'effectuer le paiement. Elle n'est que propriété dans une promesse de paiement monétaire qui devient un moyen de paiement fiduciaire.

La relation financière traditionnelle est une obligation interpersonnelle. Elle repose sur la « créance » dans la personnalité d'autrui, créance qui est largement déterminée par l'affiliation statutaire du débiteur. De plus, il n'y a pas de distance entre le sujet de la relation financière et la relation financière: créancier et créance, débiteur et dette, chacun ne fait qu'un, d'où la punition corporelle du débiteur fautif dans les sociétés traditionnelles. La négociabilité repose sur un processus d'abstraction et de dépersonnalisation de la relation financière. Par cela, la créance en tant qu'objet d'un rapport de propriété s'interpose entre les sujets et la relation financière. La modernité voit les dettes et les créances particulières saisies par un double mouvement d'abstraction⁴¹ et de chosification: la dette s'universalise

41 Ceci se répercute dans les pratiques marchandes par l'émergence et la codification des notions de «comptes payables et recevables» chez les marchands.

et devient obligation envers la communauté économique en général, la créance se chosifie et devient l'instrument négociable de la finance moderne. L'abstraction implique que la dette du débiteur a une existence économique pour tout tiers (en plus de son existence juridique), puisque l'engagement de paiement s'arrime au titre et à son porteur plutôt qu'au créancier. La chosification de la créance implique que la promesse de recevoir une somme de monnaie se matérialise dans un objet aliénable et donc potentiellement objet de transaction marchande parce qu'objet d'un droit de propriété. Lors de son entrée en circulation, cet objet se différencie de toutes les autres marchandises par le fait que sa valeur ne renvoie à rien d'autre qu'à la monnaie. La créance circule comme monnaie différée⁴².

L'institutionnalisation de la négociabilité des créances a permis la constitution de la double circulation entre, d'un côté, les biens et, de l'autre, les paiements⁴³. De cette transformation naît un « système du crédit industriel et du capital bancaire⁴⁴ » que nous avons représenté par la lettre « L », pour liquidité. L'interdépendance entre monnaie et marchandise se noue dans le rapport qui se tisse entre les entreprises et les banques. Dans cette perspective, le système bancaire ne se définit pas par l'intermédiation entre épargnants détenteurs de monnaie oisive et emprunteurs détenteurs de projets d'investissement, il se définit premièrement dans sa capacité de produire une liquidité monétaire en rendant négociables les créances intercapitalistes⁴⁵ ce que Hyman Minsky appelle « accepting ». Cela se matérialise sous la forme de la production et de la circulation de *dépôts* de monnaie bancaire. Le mécanisme de l' « accepting » fonctionne de la manière suivante:

In our system payments banks make for customers become deposits. If the payment for a customer were made because of a loan agreement, the customer now owes the bank money; he now has to operate in the economy or in financial markets so that he is able to fulfill his obligations to the bank at due dates. Demand deposits have exchange value because a multitude of debtors to banks have outstanding debts that call for payment of demand deposits to banks.

42 When (...) what was merely a debt has become Money-Property, it has changed its character and should no longer be reckoned as a debt, since it is of the essence of a debt to be enforceable in terms of something other than itself. John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 6.

43 Cette structure est typique au circuit du capital productif tel que décrit par Marx dans le livre II du Capital. La structure de la circulation marchande M-A-M au coeur du circuit du capital productif se scinde en deux circulations interdépendantes mais quasi autonomes à mesure que les paiements intercapitalistes se font absorber dans un système de paiement fondé sur le crédit commercial (A-A) et que les marchandises se font expulser dans une circulation M-M.

44 L'expression est de Marx.

45 Banking is not money lending; to lend, a money lender must have money. The fundamental banking activity is accepting, that is, guaranteeing that some party is credit worthy. A bank, by accepting a debt instrument, agrees to make specified payments if the debtor will not or cannot. Such an accepted or endorsed note can then be sold in the open market. Hyman Minsky, *Stabilizing and Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986. p. 229.

These debtors will work and sell goods to get demand deposits. The exchange value of deposits is determined by the demands of debtors for deposits needed to fulfill their commitments.⁴⁶

C'est ainsi que les créances bancaires acquièrent l'attribut de la liquidité monétaire⁴⁷. La négociabilité est la médiation sociojuridique sur laquelle repose la liquidité monétaire, et donc l'effectivité économique de la monnaie bancaire. Elle est donc un mode d'articulation de la relation financière à la monnaie, du crédit à l'émission monétaire. La négociabilité implique ainsi la création de monnaie sur la base du crédit commercial systématique, en termes techniques le monnayage de la « richesse tangible anticipée »⁴⁸ et par elle, le système des relations financières acquiert la structure suivante:

a) L ... S ... If

un enchaînement logique des relations financières typiques au « système de crédit » du capitalisme industriel. Cette logique financière doit être contrastée avec la structure découlant du monnayage de type 1:

b) S ... S

La figure a) nous présente un enchaînement de relations financières diversifiées fondé sur la production de monnaie bancaire « L ». Ces relations sont l'épargne S et l'investissement « financier » If, l'achat et l'accumulation de titres et d'actifs financiers. Chacune de ces relations « types » se manifeste concrètement en sous-systèmes financiers, complexe de rapports sociaux A-A'. Nous avons déjà montré que la relation usuraire S ... S reposait sur la seule institutionnalisation de l'obligation financière. L'apparition de la seconde dimension sociojuridique de l'institution financière, la négociabilité L, est ainsi une condition formelle au dépassement et à la suppression du capital usuraire par le système de crédit bancaire. Cela se voit dans la forme même que prend la séquentialité des relations financières dans la figure a) l'épargne S suit et dépend de la production sociale de la liquidité monétaire L, en l'occurrence de la monnaie bancaire par le monnayage de la richesse marchande. Elle perd ainsi la primauté et l'autonomie dont elle jouissait dans le cadre de la structure S ... S. Par contre, l'investissement financier, If, dépend de S, c'est-à-dire que l'achat et la transaction en titres financiers

46 Hyman Minsky. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986. p. 231.

47 Ce terme de liquidité monétaire s'inspire directement de la définition de la liquidité élaborée par André Orléan dans son ouvrage *Pouvoir de la finance*. Paris, Odile Jacob, 1999.

48 L'expression est de Jean Cartelier, voir Jean Cartelier, *La monnaie*, Paris, Flammarion, 1996 et Michel Aglietta et Jean Cartelier, « Ordre monétaire des économies de marché » dans *La monnaie souveraine*, sous la direction de Aglietta, Michel et André Orléan, Paris, Odile Jacob, 1998

dépendent de l'accumulation d'une épargne préalable. En effet, les banques ne monnayent pas ce type de richesse, c'est-à-dire qu'elles ne produisent pas directement de la monnaie bancaire pour l'achat d'actifs financiers. Ceux-ci demeurent du capital « fictif » et le financement de l'investissement en capital fixe repose sur la reconversion du profit industriel en capital productif. La relation financière centrale et régulatrice est ainsi la liquidité monétaire L, ayant pour origine un crédit bancaire à court terme finançant la production industrielle :

In the early stages of capitalist development, working capital expenses account for the vast majority of expenses, while investment in fixed capital is a very small percentage of national income. During the early period, short term credit advanced by banks frees the capitalist's profits for the finance of investment and accumulation of (fixed) capital.⁴⁹

Minsky, pour sa part, souligne comment ce mécanisme du crédit commercial peut, par extension, mener au financement indirect du capital productif:

An indirect financing of durable capital assets arises when banks finance durable capital as it is produced: the inventories and shipments of capital goods producers are eligible for commercial credit. (...) The demand for finance increases during an expansion phase of an investment cycle and, with the money being endogenously determined, this leads to an increase in the money supply.⁵⁰

La relation de production de monnaie bancaire par du crédit à court terme gouverne non seulement l'activité commerciale et l'accumulation industrielle mais aussi les autres relations financières:

(...) as historical evidence generally shows, banks begin by issuing notes and only later do deposits become important, after the public has experience with « bank intermediation ». At this stage, banks can finally « mobilize capital » by accepting deposits as a short term liability and by making long term loans to enable firms to finance capital purchases.

Pour Wray, la causalité historique renvoie ainsi à la structure logique des interrelations que la négociabilité rend possible: *issuing notes* « L » ensuite *accepting deposits* « S » ensuite *enable firms to finance* « If ». ⁵¹ Telle est la structure des régulations financières qui se mettent en place dans le cadre du capitalisme de la modernité bourgeoise, un capitalisme à accumulation extensive. La relation

49 Randall Wray. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Londres, Edward Elgar, 1990. p. 56.

50 Hyman Minsky, "Schumpeter and Finance." In *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini, Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia, and Michele Salvati*, eds. New York: St. Martin's Press, 1993. p. 108.

51 Cette structure évoluera vers la création de dépôts « L » qui va graduellement remplacer la production de billets de banque comme support de la monnaie bancaire. Il faut donc spécifier que les dépôts dont parle Wray sont des dépôts d'« épargne » que l'on va différencier dans la prochaine section des dépôts courants.

financière « L » rend actuelle et effective une richesse sociale qui n'existe pas seulement sous forme monétaire mais aussi sous forme de marchandises commerciales et industrielles, en rendant les droits sur « les prix et les dettes » qui correspondent aux marchandises aussi liquides que les droits sur la monnaie souveraine. Une telle économie se détourne ainsi de son passé et est saisie par un présent « en mouvement »:

Ce qui distingue l'époque bourgeoise de toutes les précédentes, c'est le bouleversement incessant de la production, l'ébranlement continu de toutes les institutions sociales, bref la permanence de l'instabilité et du mouvement. Tous les rapports sociaux immobilisés dans la rouille, avec leur cortège d'idées et d'opinions admises et vénérées, se dissolvent (...) ⁵²

Un approfondissement des propriétés institutionnelles de la monnaie bancaire et de la liquidité monétaire

Il est possible de penser la négociabilité des créances en l'absence de l'existence des banques et de la monnaie bancaire et donc de la liquidité monétaire. On aurait, en ces circonstances une circulation purement intercapitaliste des créances négociables qui pourraient éventuellement être captée par des intermédiaires spécialisés dans l'évaluation des créances, des « bill broker ». Les relations entre ces agents pourraient donner lieu à l'émergence d'un « marché des créances », une circulation plus restreinte où ces créances s'échangent, se confrontent et se compensent. Bien qu'un tel marché se soit développé dans les grands centres du capitalisme commercial (Londres, Paris, Amsterdam), la figure *L* s'est véritablement développée avec la production de la monnaie et de l'institution bancaire. Pendant le XIX^e siècle, on a vu les banques, en tant qu'entreprises capitalistes absorber en grande partie des « bill broker » et la monnaie bancaire remplacer les créances intercapitalistes particulières. Si le « bill broker » agit en intermédiaire, plus spécifiquement en « teneur de marché », la banque a un rapport radicalement différent au crédit intercapitaliste, elle substitue son crédit à celui du capitaliste « en créant une dette sur elle-même ». Ce qui veut dire que la banque a la capacité de créer une créance qui est par définition négociable, cette créance n'a pas à devenir négociable, elle circule immédiatement comme moyen de paiement, sans passer par le détour d'une socialisation. C'est l'essence même de la

52 Manifeste du Parti Communiste, Karl Marx, *Oeuvres d'économie I*, Paris, Gallimard, 1965. P. 164.

liquidité monétaire 53.

Dire que les créances que la banque tire sur elle-même sont par définition négociables, c'est souligner le caractère institutionnel de la banque qui agit comme mécanisme *a priori* de socialisation. La liquidité monétaire renvoie au remplacement de la relation symétrique du crédit intercapitaliste par une relation financière asymétrique. En tant qu'institution financière, la banque, est ainsi une instance économique tiers, un sujet capitaliste de nature distincte du sujet capitaliste industriel ou marchand. On peut définir formellement la banque dans la modernité comme cette institution qui monopolise la capacité de production de liquidité monétaire, la monnaie bancaire. Elle monopolise donc le monnayage de la richesse tangible et éventuellement intangible. Ce monopole institutionnel est un privilège que les banques ont acquis politiquement dans le cadre du procès d'institutionnalisation de la négociabilité et lors de la « première révolution financière » de la modernité. En effet, la reconnaissance sociale et politique du caractère libérateur de la monnaie bancaire s'est accompagnée d'une législation encadrant la création et les pratiques des banques. De cette manière, les banques exercent une forme de pouvoir économique légitime et reconnu socialement et politiquement. C'est par l'exercice de cette capacité de production de liquidité monétaire que les banques ont pu capter les flux monétaires intercapitalistes et les encastrent dans le système de paiement interbancaire. Selon Wray, déjà au début de la révolution industrielle anglaise, les billets bancaires dépassaient en importance économique, la monnaie souveraine frappée⁵⁴.

Quelles sont les propriétés formelles et les caractéristiques essentielles de cette monnaie bancaire? Premièrement il faut noter que, contrairement à la monnaie souveraine, la monnaie bancaire se matérialise en une diversité de formes, soit en tant que « monnaie scripturale », les chèques, ou en tant que billets de banque. À cela il faut ajouter certains instruments financiers quasi monétaires tels que les certificats de dépôts. Keynes, dans le *Treatise on Money*, comprend cette diversité de manière évolutive, les formes de la monnaie bancaire se succédant à mesure que s'encastrent les paiements dans

53 (...) la création de monnaie bancaire est un acte économique tout à fait original. Contrairement au crédit de circulation, ce n'est pas une créance privée entre deux échangistes qui s'entendent pour ne pas faire coïncider la livraison d'une marchandise et son règlement. Contrairement à l'intermédiation financière, la création de monnaie bancaire n'est pas l'affectation d'un capital monétaire préalablement rassemblé à partir de dépôts d'épargne. Cette création est *ex nihilo* parce qu'elle ne présuppose pas l'existence d'une base monétaire disponible Michel Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Odile Jacob, 1997, p. 358.

54 Randall Wray. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Londres, Edward Elgar, 1990. p. 61.

le système interbancaire. Dans un premier temps⁵⁵, il y a co-existence de billets de banque et de monnaie frappée et les dépôts bancaires sont des instruments d'épargne plutôt que de paiement. Comme l'avait vu Marx, dans le cadre du développement du capitalisme industriel au XIX^e siècle et de l'intensification des transactions marchandes, les dépôts remplacent graduellement la détention directe de billets de banque et les chèques deviennent le moyen de paiement standard pour les transactions intercapitalistes. L'évolution se termine, selon Keynes, quand les salaires sont payés par chèques, plutôt qu'en billets et pièces⁵⁶. L'ensemble du système de paiement est dès lors indissociable du système bancaire, les paiements se font par débits et crédits de comptes bancaires, la monnaie existe et circule sous la forme de dépôts de monnaie bancaire.

Pour Keynes, la forme essentielle de la monnaie bancaire est le dépôt. En ce sens, les propriétés formelles et caractéristiques de la monnaie bancaire se comprennent par le biais de leur analyse. En adoptant une telle approche Keynes comprend la monnaie bancaire expressément comme un rapport social plutôt que comme une chose, car les dépôts existent sous la forme d'une relation financière structurée par l'obligation entre les déposants et la banque. Les dépôts deviennent monnaie, quand au principe sociojuridique de l'obligation, s'ajoute celui de la négociabilité. Keynes a choisi de comprendre les dépôts à partir de leur signification économique du point de vue du détenteur de monnaie bancaire. Il analyse donc la relation financière « L » dans son travail d'orientation de la pratique subjective: quelles pratiques économiques permet la liquidité de la monnaie bancaire ?

Pour Keynes, trois finalités économiques déterminent la détention de monnaie bancaire en tant que dépôt: « income money, business money, savings-money »⁵⁷. Le premier type de dépôt est constitué

55 Keynes n'indique pas de période précise mais on peut supposer que cette première phase correspond à l'établissement des premières banques au XVII^e et XVIII^e siècles en Angleterre et en Écosse, tandis que les phases successives renvoient aux transformations du système de paiement au XIX^e siècle. Wray nous fournit par ailleurs les indications suivantes: « In 1800, bank notes accounted for 50 per cent of M1 in England, while deposits accounted for only 10% ». Randall Wray. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Londres, Edward Elgar, 1990. p. 45.

56 John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 40. Cette intégration des salariés au système de paiement interbancaire est un indicateur de leur intégration économique et sociale à titre de consommateurs dans le cadre de la régulation fordienne. Sur ceci voir les travaux de Eric Helleiner, dont « National currencies and national identities », *The American Behavioral Scientist*, 41-10, pp. 1409-1436, 1998. Il est significatif qu'au Canada l'intégration du paiement des salaires s'est déroulé en deux temps, les salaires de « cols blancs », employés de bureau furent intégrés dès les années 30 tandis que les salaires des « cols bleus », ouvriers - travailleurs manuels, se sont intégrés très lentement de tel sorte qu'encore dans les années '80 certaines usines payaient leurs ouvriers en billets et en pièces.

57 John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 11.

essentiellement de salaires, il représente un stock de monnaie nécessaire aux paiements des dépenses de consommation « courantes ». Il représente ainsi le mode d'être de la monnaie bancaire du point de vue des salariés. C'est en fait le salaire intégré dans le système bancaire et transférable soit par chèque ou par retraits de billets⁵⁸. Le rapport des salariés à la figure L, la liquidité monétaire, est ainsi médiatisé par l'existence du salaire en tant que dépôt bancaire.

Le deuxième type de dépôt est la monnaie bancaire détenue par l'entreprise capitaliste dans le cadre de ses activités courantes, tout comme le premier type de dépôt, la monnaie bancaire, apparaît du point de vue du détenteur du dépôt comme un stock de moyens de paiement. Il provient des revenus de vente des entreprises et sert à couvrir leurs dépenses courantes, ce type de dépôt est ainsi le mode d'existence réel du « cash flow » de l'entreprise capitaliste. Il est à noter que puisque les dépôts des salariés proviennent des dépôts des capitalistes, ce sont deux formes interreliés de monnaie bancaire, entrelacées dans des rapports de débit à crédit. De plus, les salariés sont en rapport de dépendance monétaire vis-à-vis des capitalistes, leur capacité de nouer une relation financière de type bancaire dépendent de la pré-existence d'une relation analogue entre le capitaliste et la banque. Si ces deux types de dépôts se distinguent par la nature de leurs détenteurs, capitalistes ou salariés, et aussi par le type de dépenses qu'ils doivent couvrir, dépenses de consommation ou de production, ils se ressemblent par le fait que la liquidité monétaire existe pour effectuer des paiements « courants ». En ce sens, Keynes considère qu'ils appartiennent à la famille des « cash deposits », et c'est là ce qui distingue le troisième type de dépôt de monnaie bancaire, les dépôts d'épargne, « savings deposits ».

Le troisième type de dépôt renvoie à un stock de monnaie bancaire détenu sans visée de dépense courante. C'est une détention de monnaie bancaire en tant que moyen de thésaurisation ou d'accumulation, de dépôt en tant que dépôt et non pas en tant que moyen de paiement. Les motifs de détention de la monnaie bancaire en tant que dépôt d'épargne sont divers mais ils se rapportent tous à la sphère d'activité financière plutôt qu'à la sphère d'activité industrielle ou commerciale⁵⁹. Les dépôts d'épargne se caractérisent donc pour Keynes par le fait qu'ils représentent i) un stock de monnaie bancaire non nécessaire pour effectuer des paiements courants ou envisagés et ii) un instrument

58 Et aujourd'hui par paiement avec carte bancaire ou par prélèvement pré-autorisé. Deux formes dérivées du chèque.

59 It is the criterion of a savings-deposit that it is not required for the purpose of current payments and could, without inconvenience be dispensed with if, for any reason, some other form of investment were to seem to the depositor to be preferable. John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 38

d'accumulation financière qui se définit relativement à d'autres types d'investissements financiers. La monnaie bancaire apparaît ici comme elle est pensée chez Hicks, comme un actif financier dont la qualité réside dans sa liquidité parfaite plutôt que seulement dans son rendement.

(...) the amount of the savings deposits depends upon the comparative attractions, in the mind of the depositor, of this and of alternative securities; whilst the amount of the cash-deposits depends upon the volume and the regularity of what he receives and pays by means of cheques and the length and interval between receipts and expenditure.⁶⁰

La relation d'épargne telle qu'elle se comprend dans le *Treatise* est donc une relation d'accumulation financière qui combine les caractéristiques types de la figure A-A': indétermination vis-à-vis de la division sociale du travail et réversibilité; mais à partir des propriétés spécifiques de la monnaie bancaire, soit sa liquidité et sa capacité réellement libératoire. La détention de cette monnaie se détermine par rapport à la détention d'autres types d'actifs financiers, cet arbitrage dépend de la dynamique propre à la sphère financière. Au contraire, les « cash deposits », non seulement parce qu'ils visent à couvrir des dépenses courantes, mais aussi parce qu'ils ont pour origine l'activité productive, se caractérisent par une faible réversibilité (l'argent est prédestinée à effectuer un paiement) et une grande détermination par la division du travail. Ce sont des revenus qui proviennent de paiements effectués par des entités (consommateurs ou producteurs) fortement encadrées dans la division sociale du travail et, de plus, les paiements sont effectués parce que l'entité économique elle-même participe à la division sociale du travail soit à titre de capitaliste ou de salarié⁶¹. Les dépôts d'épargne appartiennent donc plutôt à la figure de la relation financière « S » qu'à la figure « L », c'est la relation « S » encadrée dans le système bancaire.

Une dernière distinction s'impose entre les dépôts d'épargne qui appartiennent donc à la figure S, la relation financière d'épargne, tournée vers l'activité financière et les deux autres types de dépôts (regroupés sous la forme de « cash deposits ») qui caractérisent spécifiquement la figure de la liquidité monétaire « L ». C'est leur rapport contrasté au crédit bancaire, c'est-à-dire à l'acte de création de monnaie bancaire. Keynes souligne dans le *Treatise*, que, contrairement aux dépôts d'épargne, les « cash deposits » peuvent exister et fonctionner comme moyens de paiement soit en tant que *débts* ou

60 John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 38.

61 Il est aussi important de noter que, contrairement aux autres types de dépôts, il ne semble pas y avoir, pour Keynes, de classe sociale ou de groupe économique, qui se rapporte spécifiquement à ce type de monnaie bancaire, contrairement aux « cash deposits ».

crédits.⁶² L' « overdraft », le « découvert » est, sur le plan formel, autant de la monnaie bancaire que le dépôt. Elle existe comme *inversion* des termes de la relation financière « L » sans en modifier la substance, puisque c'est maintenant le déposant qui est débiteur et la banque qui est créancière⁶³. À mesure que les paiements et transactions monétaires vont s'encadrer dans le système de paiements bancaires le mécanisme du découvert succédera à l'escompte comme instrument de financement à court terme et donc de production de liquidité monétaire. La monnaie bancaire est une figure réversible et la relation financière entre capitaliste et banque, - éventuellement salarié et banque - par laquelle elle se reproduit est aussi réversible, conforme à la nature de la figure A-A'. En fait, la réversibilité de la figure A-A' est une caractéristique centrale de la liquidité monétaire et donc de la monnaie bancaire. Dans la mesure où la monnaie bancaire est créée en tant que moyen de paiement « courant » et qu'elle est utilisée par une entreprise capitaliste pour payer des salaires ou des biens, la monnaie bancaire se voit déterminée par la division du travail et elle perd sa réversibilité à mesure qu'elle entre en circulation. L'irréversibilité acquise par la monnaie bancaire se manifeste sous la forme d'un « circuit » marqué par un efflux et reflux qui se solde par sa destruction. Dans la mesure où la monnaie bancaire « échappe » au reflux en devenant épargne elle retrouve sa réversibilité et son indétermination mais sous une forme nouvelle, dépendant non pas de la seule liquidité monétaire mais de la liquidité financière.

C'est en ce sens que la figure L est essentiellement un rapport social créancier / débiteur entre la banque qui monopolise le privilège de monnayage et les sujets « industriels », le capitaliste et le salarié, qui participent au système de paiement. La monnaie bancaire est une production sociale, elle n'existe qu'à travers la relation financière de liquidité monétaire qui se noue entre banque et sujets économiques. Enfin, il faut remarquer que le rapport de soumission monétaire entre capitaliste et salarié se reproduit dans la hiérarchisation de leur rapport à la liquidité monétaire « L ». Le recours au découvert, à la création monétaire, est une pratique systématique dans le cadre de la relation financière « L » entre le capitaliste et la banque, justement parce que la banque monnaie la richesse tangible « anticipée », (les paiements), des capitalistes, tandis que l'accès du salarié au découvert n'est pas possible dans le cadre

62 The settlement of indebtedness by means of bookentries at banks can, indeed, be done just as effectively by transferring debits from one account to another as by transferring credits from one account to another John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 41

63 A customer of a bank may draw a cheque against a deposit, thus diminishing his credit with the bank ; but he may, equally well, draw a cheque against his overdraft, thus increasing his debit with the bank. (...) Thus it is not in the least essential to the efficient working of the cheque-money system that any of those who have cheque books should also have deposits. John M. Keynes, *A Treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 41.

de ce système de monnayage puisque le rapport de consommation n'est que dépense et ne génère aucun paiement en retour.⁶⁴ Il est alors possible, suivant ce principe du rapport à la création de la liquidité monétaire, de hiérarchiser l'ensemble des types de dépôts bancaires, ce qui permet de mieux comprendre les interrelations entre les formes de monnaie bancaire, entre celles qui appartiennent à la sphère de la relation financière « L » et celles qui se rapportent à la figure précédente « S ». Cela donne la séquence suivante: business deposits (Lb) ... income deposits (Li) ... savings deposits (S), c'est-à-dire

Lb ... Li ... S

ou le couple Lb ... Li représente le paiement des salaires, et le couple Li ... S représente l'épargne que permet la norme de consommation salariale. Dans la prochaine section, nous allons approfondir cette analyse de la séquentialité de la liquidité monétaire, qui représente en fait l'ensemble des moments logiques présidant à la production et à la reproduction de la monnaie bancaire et de la liquidité monétaire. Avant une récapitulation des propriétés essentielles de la monnaie bancaire nous permettra de résumer les grandes lignes de notre argument.

- i) Nous avons retenu, suivant Commons, comme seconde dimension sociojuridique de l'institution financière le principe de la négociabilité des créances. Celle-ci se superpose au principe de l'obligation financière en rendant légitime le transfert d'une créance à un tiers et donc en rendant normale la circulation des créances comme moyens de paiement. La négociabilité représente sociologiquement l'entrée de la relation financière dans la modernité, le détachement formel de la relation financière des rapports statutaires de la tradition et leur refondation sur l'appartenance de classe et le rapport aux pratiques marchandes.
- ii) Nous avons montré que la monnaie bancaire se démarquait des divers types de créances négociables par l'attribut de la liquidité monétaire. La monnaie bancaire représente une créance que la banque tire sur elle-même, elle ne devient pas négociable en entrant en circulation, ou en étant évaluée par un tiers, elle est négociable par définition dès sa création. En ce sens, la monnaie bancaire exerce une capacité libératoire vis-à-vis de l'obligation financière analogue à la monnaie souveraine. La capacité qu'a la banque de « tirer sur elle-même » une créance immédiatement négociable est un

⁶⁴ Ce n'est que dans le cadre du fordisme et sous des conditions institutionnelle très particulières (entre autres parce que la relation salariale est suffisamment stabilisée) que les salariés, en tant que salariés auront accès au crédit bancaire pour certaines dépenses de consommation.

monopole institutionnel. C'est ce qui la définit⁶⁵ comme « institution économique » et la différencie des autres formes du sujet économique telles que l'entreprise capitaliste ou le salarié. Ce monopole institutionnel est celui de la production sociale d'une liquidité monétaire endogène à la sphère de la reproduction économique. La monnaie bancaire institue ainsi la réversibilité propre à la figure A-A' comme point d'origine et fondement du système de paiement du capitalisme industriel. Cela veut dire très concrètement que cette économie acquiert la capacité de produire les moyens de paiement nécessaires à son niveau d'activité.

iii) La monnaie bancaire, par laquelle existe la liquidité monétaire des créances, est l'objet d'une production sociale dans le cadre d'un rapport de monnayage. Ce rapport implique d'un côté l'institution bancaire et de l'autre l'entreprise capitaliste. La règle de monnayage est « commerciale »⁶⁶, elle reconnaît la « richesse tangible anticipée »: les paiements attendus et les marchandises qui sont en voie de générer des paiements. En contrepartie, la règle se matérialise par la production de monnaie - en tant que moyen de paiement « commercial », c'est-à-dire visant à couvrir les paiements courants. Ce monnayage donne lieu à une double « obligation financière », d'un côté l'entreprise capitaliste devient débitrice de la banque, elle doit lui rembourser de la monnaie bancaire, mais de l'autre, la banque devient débitrice de celui qui accepte la monnaie bancaire comme moyen de paiement. C'est en ce sens très précis que le crédit bancaire remplace, tel un écran ou un voile, la créance intercapitaliste et que l'obligation financière bancaire remplace l'obligation financière commerciale.

iv) La matérialisation type de la monnaie bancaire, comme liquidité monétaire effective, est le dépôt « courant » (*cash deposits*). C'est sous cette forme que la monnaie bancaire est créée par le prêt ou le découvert, qu'elle est détenue, qu'elle circule et qu'elle doit être remboursée. Celui-ci doit être distingué des dépôts d'épargne qui ne participent pas de la figure « L » mais renvoient à une relation d'accumulation financière par l'épargne. Les dépôts courants se différencient selon l'appartenance de

65 C'est ce qui fait qu'une banque est une banque et non pas un prêteur sur gage ou un financier. Ce qui ne veut pas dire qu'une banque particulière ne peut pas voir ces créances contestées et sa monnaie refusée en tant que moyen de paiement, ce qui ne veut pas dire non plus que l'ensemble du système bancaire ne puisse pas tomber en crise et que la légitimité de la liquidité monétaire ne puisse pas s'effondrer. Par ailleurs nous verrons que cette liquidité monétaire endogène dépend et repose sur une forme exogène de liquidité monétaire produit par la banque centrale.

66 Hyman Minsky. "Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues." *Working Paper No. 69*. Annandale-on-Hudson, N.Y., The Jerome Levy Economics Institute, 1992.

classe du détenteur, seuls ceux des capitalistes résultent d'un rapport de monnayage, ceux des salariés sont le fruit d'un transfert de la part des capitalistes, en conformité avec le principe de la soumission monétaire inhérente au rapport salarial. Il y a donc une hiérarchie entre les formes de dépôts qui renvoie à la structure de la régulation financière par la liquidité monétaire. Cette hiérarchie peut être comprise comme une séquence qui récapitule le flux monétaire propre à cette règle de monnayage. Mais elle renvoie aussi au rapport différencié de la monnaie bancaire à la réversibilité et à l'indétermination de la figure A-A'. Si à son origine la monnaie bancaire L est une figure de la réversibilité et de l'indétermination, en tant que dépôts courants elle acquiert l'attribut de l'irréversibilité et de la détermination par la division du travail, tandis qu'en tant que dépôts d'épargne elle acquiert de nouveau, dans son rapport à la liquidité financière, une réversibilité et une indétermination que l'on peut qualifier, avec André Orléan, de relative.

La banque en tant qu'institution capitaliste et le circuit de la monnaie bancaire

On peut dès lors préciser le sens de l'activité bancaire de création monétaire. Elle se présente comme une production de dépôts courants (et marginalement de billets de banque) dans le cadre d'une relation financière entre l'entreprise capitaliste et l'entreprise bancaire sur la base d'une règle de monnayage soit de la richesse tangible anticipée ou dans le cadre du capitalisme avancé, de la richesse intangible; dans les deux cas la banque produit la liquidité monétaire nécessaire à l'investissement et à la circulation dans une économie capitaliste. Cela explique le caractère endogène de la monnaie bancaire et l'absence de limite formelle à sa production, l'acte de crédit bancaire résultant dans la production d'un dépôt, les banques génèrent leurs réserves à mesure même qu'elles créent de la monnaie bancaire en tant que dépôt. Et, elles perdent ces réserves à mesure que les capitalistes dépensent et ordonnent le transfert de ces dépôts en guise de paiements (le cas de la conversion des dépôts courants en dépôts d'épargne sera examiné plus loin). Puisque ces paiements se déploient tous dans un espace interbancaire, ils devraient normalement se compenser les uns les autres. Il existe pourtant une limite à l'exercice du pouvoir économique de création monétaire par les banques liée à la coordination de cette activité, comme le souligne Keynes dans le *Treatise*:

it is evident that there is no limit to the amount of bank-money which the banks can safely create provided that they move forward in step. Every movement forward by an individual bank

weakens it, but every such movement by one of its neighbour banks strengthens it; so that if all move together, no one is weakened. Thus the behaviour of each bank, though it cannot afford to move more than a step in advance of the others, will be governed by the average behaviour of the banks as a whole (...)⁶⁷.

Or, une telle harmonie n'existe qu'exceptionnellement dans un système bancaire composé d'entreprises de finance capitaliste, car chacune cherche à valoriser un « capital bancaire » que l'on peut maintenant redéfinir en tant que capacité institutionnalisée de création de monnaie bancaire.⁶⁸ Comme le souligne Minsky, il faut se garder d'une définition fonctionnaliste de la banque où celle-ci n'est que la médiation passive de la création monétaire ⁶⁹. Les banques cherchent activement et systématiquement à construire des relations financières sur la base du monnayage,

(...) bankers are specialists in providing short term financing to business, government, and households, and the banker sells his services by teaching customers how to use bank facilities. Bankers cannot make a living unless business, government, and households borrow; they are merchants of debt.⁷⁰

De plus, ces banques sont en compétition les unes avec les autres dans cette recherche d'occasions de création de monnaie bancaire. Comme le souligne Keynes plus une banque crée de monnaie bancaire plus elle s'« endette » vis-à-vis des autres banques. Ce déséquilibre dans les relations interbancaires est en fait, sous une forme plus bénigne, une conséquence normale du fonctionnement du système bancaire:

Even when he is moving in step with his neighbours, there will be day-to-day differences between his claims on them and their claims on him, and the magnitude of these daily differences will partly depend on the scale of his business (...). Accordingly, in order to deal with the inevitable minor discrepancies which are bound to occur over short periods, a banker will always maintain some liquid resources in hand, partly in the form of cash and partly in the form of deposits with some other bank or banks - which resources, called his « reserves », rise and fall with the volume of his deposits and sometimes, by law or custom, are in a rigid ratio to them.

Il faut bien comprendre que dans le raisonnement keynésien, les réserves ne sont pas multipliées en

⁶⁷ John M. Keynes. *A Treatise on Money*. Londres, Macmillan, 1965. p. 26 - 27.

⁶⁸ Pour une discussion du rapport entre capital action bancaire et capacité de création monétaire voir « The Profit Equation of Banks: Leverage, the Earnings on Assets, the Cost of Liabilities » dans Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986, p. 234 - 238.

⁶⁹ Banks and bankers are not passive managers of money to lend or to invest; they are in business to maximize profits. They actively solicit borrowing customers, undertake financing commitments, build connections with business and other bankers, and seek funds. Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986. p. 229 - 230.

⁷⁰ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986. p. 251

monnaie bancaire endogène comme le veut la théorie orthodoxe du capital bancaire, mais elles sont déterminées après coup en fonction de l'activité de monnayage de chaque banque et du monnayage moyen du système bancaire. Minsky souligne que ce rapport séquentiel entre monnayage et réserve, (inversé par rapport à la vision classique de la relation entre crédit et épargne) est une nécessité qui découle de la contrainte de profit et de concurrence qui s'impose sur chaque banque en tant qu'entreprise de finance capitaliste:

When a banker vouches for creditworthiness or authorizes the drawing of checks, he need not have uncommitted funds on hand. He would be a poor banker if he had idle funds on hand for any substantial time. In lieu of holding non-income earning funds a banker has access to funds. Banks make financing commitments because they can operate in financial markets to acquire funds as needed; to do so they hold assets that are negotiable in markets and have credit lines at other banks.⁷¹

Pour Minsky, l'ensemble du système bancaire fonctionne de manière à ce que la décision de monnayage, et donc la création de monnaie bancaire, non seulement précède la constitution de réserves mais relève de déterminations différentes ⁷².

En effet, le monnayage renvoie à la qualité et la rentabilité d'une occasion d'affaire, de ce que nous allons appeler suivant Schumpeter un « rapport d'entreprise »⁷³, tandis que la constitution de réserves renvoie au *positionnement* financier de la banque vis-à-vis du système bancaire compris comme une totalité⁷⁴. Minsky relève deux mécanismes de positionnement de la banque vis-à-vis du système comme totalité: d'une part, la détention d'actifs liquides (des obligations d'État et des bons du trésor public) et, d'autre part, la détention de « crédit » auprès d'autres institutions financières. Le règlement des créances interbancaires donne ainsi naissance à un « marché monétaire » où s'échangent de manière décentralisée des réserves, sous diverses formes, entre banques déficitaires et banques ayant un solde

⁷¹ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986. p. 229.

⁷² In a large, decentralized financial institution (...) asset acquisition and liability emission processes are obviously carried out quite independently in the short run. Hyman Minsky. « Financial Intermediation in the Money and Capital Markets ». Pontecorvo, G., R. P. Shay et A. G. Hart, ed, *Issues in Banking and monetary analysis*, New York, Holt, Rhinehart and Winston, 1967, p. 40.

⁷³ Joseph A. Schumpeter, *Théorie de l'évolution économique*. Paris, Dalloz, 1999.

⁷⁴ Dans la littérature spécialisée contemporaine on parle d'un côté de « liability management » et de l'autre « d'asset management ». Pour une analyse économique de ces phénomènes (qui s'inscrit dans le même champ théorique que la nôtre) voir « Innovation financières, liquidités des bilans bancaires et disponibilité du crédit » Chapitre VIII de Olivier Brossard, *D'un Krash à l'autre, Instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris, Grasset, 2001. p. 251 - 264. Nous préférons le terme de positionnement car elle renvoie au rapport de la banque au système en tant que totalité.

75.

Nous avons déjà rencontré, au début de cette section sur la banque et la monnaie bancaire, une figure du marché monétaire comme marché des créances marchandes négociables, lieu où celles-ci acquièrent de proche en proche, et par leur confrontation réciproque, l'attribut de la liquidité. Un tel marché monétaire non-bancaire a pu exister avant le XVII^e siècle mais, dès le début du XVIII^e celui-ci se fait absorber par le système de paiement interbancaire et devient un marché dominé par le positionnement bancaire. C'est le lieu où, dans une économie capitaliste, « se règlent les échéances finales » entre monnaies bancaires⁷⁶.

Selon Minsky, le positionnement bancaire par lequel se règlent les échéances finales se décline selon une typologie des « postures de fragilité financière » - « hedge, speculative et ponzi » - élaborées dans son hypothèse de l'instabilité financière et fait appel au lien entre les dépôts courants et les dépôts d'épargne. Le positionnement « hedge », qui implique qu'un agent économique a une dette dont le remboursement du capital et de l'intérêt est possible grâce aux revenus de l'activité courante, renvoie à une banque qui est en position d'équilibre de paiement, ce n'est pas pour Minsky la position « normale » d'une banque maximisant son profit. Le positionnement spéculatif, qui, lui, implique qu'un agent économique ne peut payer que les intérêts sur une créance avec les revenus de son activité courante et qu'il doit donc refinancer sa dette, est la posture typique d'une banque rentable. Celle-ci doit alors accumuler des dépôts d'épargne qui agissent comme mécanisme de refinancement. Bref pour Minsky, les dépôts d'épargne ne servent pas à l'accumulation de fonds « prétables » ou même de fonds « multipliables » en dépôts courants, elle est un instrument de positionnement bancaire auprès du système. Pour Minsky le positionnement bancaire est un phénomène en lui-même dynamique, dans le cadre d'un cycle financier Minsky remarque - en se basant sur l'expérience américaine de l'après-guerre qui a mené au « credit crunch » de 1965 à 1966⁷⁷ - que les instruments de positionnement deviennent

75 The money market is where financial institutions (...) adjust their balance sheets and finance positions. There are three facets to money market dealings. One centers around the need to refinance positions due to both normal and unexpected cash drains. A second relates to how financial intermediaries and other firms acquire assets. The third is due to short run, surplus cash positions, which exist as a result of imperfect synchronization in the payment process, are an essential raw material in the present money market. Hyman Minsky. « Financial Intermediation in the Money and Capital Markets ». Pontecorvo, G., R. P. Shay et A. G. Hart, éditeurs, *Issues in Banking and monetary analysis*, New York, Holt, Rhinehart and Winston, 1967. p. 39.

76 Michel Aglietta. *Régulation et crises du capitalisme*. Paris, Odile Jacob, 1997. p. 361.

77 Voir le premier chapitre de Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.

eux-mêmes de plus en plus des instruments de réserve spéculatifs:

The ability to create substitutes for reserves and to minimize reserve absorption is an essential property of a profit-maximizing banking system.⁷⁸

La position de la banque passe donc du stade spéculatif vers le stade « *ponzi* » - où l'unité économique a un bilan tel qu'elle ne peut même pas payer les intérêts courants sur ses créances. La seule manière qu'elle puisse rencontrer ses obligations financières est soit d'un côté le refinancement et la restructuration de la dette, soit de l'autre par la vente d'actifs. Minsky montre que dans le cas spécifique de la banque cela renvoie à une dévaluation soudaine d'instruments de réserve dont la liquidité n'est pas à proprement parler « monétaire » mais « financière ». Cette liquidité n'est pas fondée sur la seule négociabilité des créances en richesse tangible, mais renvoie à des créances fondées sur une richesse « intangible » médiatisée par l'opinion de la communauté financière. À cette possibilité d'un assèchement de la liquidité financière caractéristique de l'éclatement des bulles spéculatives, il faut ajouter la possibilité d'une crise dans la valeur des créances négociables qui ont été monnayées, de telles crises commerciales étaient typiques du capitalisme concurrentiel qui prédominait avant le XX^e siècle⁷⁹. Dans ces types de crise le marché monétaire lui-même s'effondre et seule la monnaie souveraine métallique conserve une capacité libératoire.

Une alternative à cet effondrement complet du système bancaire et monétaire est l'intervention d'un garant ultime de la liquidité monétaire, la banque centrale agissant en tant que prêteur en dernier ressort. Pour comprendre son rôle dans la production de la liquidité monétaire, il faut d'abord souligner sa fonction de centralisation des flux interbancaires en tant que « chambre de compensation » des créances interbancaires, c'est-à-dire en tant que banque des banques.

Pour Keynes, qui écrit un demi-siècle avant Minsky, le mécanisme essentiel de positionnement bancaire est le placement de réserves monétaires auprès d'un agent de « clearing » central, une banque des banques, qui produit une forme de monnaie qui exerce une capacité libératoire pour les obligations financières interbancaire, qui ne peuvent se régler par une créance qu'une banque tire sur elle-même⁸⁰. Keynes se base sur l'expérience de la Banque d'Angleterre qui de banque privée au service de l'État au

⁷⁸ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986. p. 245.

⁷⁹ Sur ce, voir: Michel Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Odile Jacob, 1997. p. 365.

⁸⁰ Pour une analyse similaire mais voir Michel Aglietta. *Régulation et crises du capitalisme*. Paris, Odile Jacob, 1997. p. 362.

moment de sa création en 1694, est devenue une banque centrale responsable de la gestion active d'une forme de monnaie « représentative », on dirait aujourd'hui fiduciaire qui fusionne les attributs de la monnaie bancaire et de la monnaie souveraine. Dans un tel système, la monnaie souveraine est une monnaie détenue par la banque centrale sous forme de réserves appartenant à des banques de second rang, les banques commerciales. Les réserves monétaires prennent donc la forme de dépôts dans une forme de monnaie dont la capacité libératoire est supérieure à la monnaie bancaire. La nature de ces dépôts renvoie à la forme institutionnalisée de « la règle de monnayage ». Dans un système de monnayage où la monnaie frappée détient un rôle important comme monnaie souveraine, les droits sur des dépôts de trésors métalliques agissent en tant qu'instrument ultime de réserve.

Si un tel système de « réserve or » a fasciné la majorité des économistes et analystes du système bancaire pendant le XIX^e siècle, il ne correspond pas à la réalité de la pratique bancaire tel qu'elle existait dans la modernité bourgeoise. Comme le soutient Wray⁸¹ au XVIII^e et XIX^e siècle la manipulation de dépôts d'or était un mécanisme marginal dans le système de compensation interbancaire. Celui-ci était fondé plutôt sur la détention d'une monnaie banque centrale elle-même émise par le monopole conféré à un « banque nationale », privée ou publique, du monnayage de la dette publique. La dette publique agissait dès lors comme seule dette dont la « négociabilité » était totale et non relative. Le système de compensation reposait sur la détention de dépôts à la banque centrale ou sur la détention de ses billets de banque:

Parliament (...) gave the Bank of England's notes a special status when it allowed country banks to make their notes convertible into Bank of England notes in 1833. In this way, Bank of England notes would become as desirable as commodity money since they would replace bullion as the banking system reserve. Later, mere deposits at the Bank of England would serve as the reserve for London banks, while deposits at London banks would serve as the reserves for country banks (...).⁸²

On trouve dans le *Treatise* de Keynes, une analyse similaire de la constitution et de l'unification du système bancaire moderne en Angleterre autour de la Banque d'Angleterre comme chambre de compensation, coeur du marché monétaire interbancaire et gestionnaire de la liquidité monétaire par le taux d'escompte. Or, il faut souligner que ce n'est pas par altruisme ou uniquement par pression politique que la Banque d'Angleterre adopta progressivement sa posture et ses fonctions de banque

⁸¹ Randall Wray. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Londres, Edward Elgar, 1990. p. 46.

⁸² Randall Wray. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Londres, Edward Elgar, 1990. p. 46.

centrale. C'est paradoxalement l'orientation capitaliste de la Banque d'Angleterre qui, tout au long du XIX^e siècle, l'incite à perfectionner son rôle de chambre de compensation des paiements interbancaires⁸³ en développant sur une base systématique un crédit aux banques dont les bilans sont déficitaires.

Ainsi naît la pratique de l'escompte interbancaire et, avec elle, s'enclenche la transition du système monétaire caractérisé par la confrontation stérile entre monnaies bancaires privées et monnaie souveraine vers le système typiquement moderne d'une monnaie « représentative » (fiduciaire) gérée par une banque centrale avec l'outil de la « bank rate »; un taux d'escompte par laquelle elle structure l'ensemble des taux d'intérêts bancaires et donc module l'activité de monnayage. C'est en développant cette politique du taux d'escompte que la Banque d'Angleterre a pu conserver sa place au coeur du système bancaire anglais en préservant son monopole du monnayage de la dette publique et donc d'émission d'une forme bancaire de monnaie souveraine que les autres banques utilisent dans la compensations de leurs comptes. C'est alors dans son intérêt économique et politique d'agir en prêteur en dernier recours à mesure que sa monnaie devient instrument de réserve pour l'ensemble du système bancaire.

Il ne faut pas oublier que la Banque d'Angleterre n'est pas une entreprise assujettie au régime de propriété bourgeoise, c'est une des premières corporations capitalistes (avec la compagnie de la Baie d'Hudson, qui existe encore au Canada) et elle n'existe que par une loi du parlement et de la Couronne Anglaise:

The Bank of England was incorporated as a private bank with special privileges : it was created as the sole depository for state balances; it was the only firm incorporated with limited liability for stockholders; in 1697, Parliament declared no other bank would receive a State charter; and in 1708, Parliament rewarded the Bank of England for taking up government bonds by prohibiting any other joint stock bank of more than six partners from issuing notes in England.⁸⁴

Son capital bancaire a fait l'objet d'une production législative; l'existence, la croissance et la transformation des activités de la banque fait l'objet d'une régulation politique stricte. En fait, la

⁸³ Un développement analogue a lieu au Canada où c'est la Banque de Montréal qui joue le rôle de la « banque du gouvernement » et de banque des banques.

⁸⁴ Randall Wray. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Londres, Edward Elgar, 1990. p. 45.

création de la Banque d'Angleterre et l'imposition de ses billets comme monnaie « souveraine » prit la forme d'une véritable révolution économique et politique, d'ailleurs celle-ci s'est déroulée entre les deux grandes révolutions bourgeoises de la modernité, la glorieuse révolution des Anglais de 1688 - 1689 et, un siècle plus tard, la révolution française de 1789. C'est maintenant ce dernier aspect politique de la liquidité monétaire qu'il faut examiner.

Les fondements sociopolitiques de la négociabilité et de la liquidité: de la première révolution financière

L'expression de « révolution financière » a été élaborée par l'historien Peter G. Dickson⁸⁵ pour rendre compte des transformations radicales qui ont accompagné la réforme des finances et du crédit publics dans la foulée de la révolution anglaise de 1689. L'essentiel de cette révolution est le partage du contrôle sur les dépenses publiques entre le parlement et la Couronne, et surtout la délégation au Parlement de la gestion de l'endettement de l'État ce qui résulte en la création « d'une dette nationale » distincte et autonome de la dette de la couronne. La création de la Banque d'Angleterre pour financer la dette nationale est un moment fort de cette révolution.⁸⁶

Dickson retient de cet événement historique, qui précède d'un siècle la révolution industrielle, la mise en place d'un mode de gestion des finances publiques non seulement typique des États modernes, mais sur lequel repose la puissance spécifique des États modernes vis-à-vis des autres formes traditionnelles de constitution de la souveraineté. Pour nous, cet événement est révolutionnaire et « moderne » pour plusieurs raisons interreliées: la dette « nationale » en tant que représentation idéologique fonde effectivement une communauté d'appartenance politique typiquement moderne⁸⁷. Mais, de plus, elle représente une forme de créance tout à fait novatrice puisqu'elle n'oblige pas un individu en particulier mais directement la communauté en tant que totalité *politique* concrète, c'est en ce sens que cette créance est par nature négociable, car tout-un-chacun qui en prendrait possession serait à la fin créancier et débiteur. En tant que dette nationale ces créances sont a priori abstraites et dépersonnifiées

⁸⁵ Peter Dickson, *The financial revolution in England : a study in the development of public credit, 1688-1756*, Londres, St. Martin's Press, 1967.

⁸⁶ « The Bank of England was founded in 1694 to provide loans to a Whig government at war with France and in dire financial straits. » Randall Wray, *Money and Credit in Capitalist Economies*, Londres, Edward Elgar, 1990, p. 40.

⁸⁷ J.G.A. Pocock. *Le moment machiavélien: la pensée politique florentine et la tradition républicaine atlantique*. Paris, Presses universitaires de France, 1997.

et ne renvoient qu'à la destinée politique de la nation qui les a émises. L'acte révolutionnaire sera de fonder une nouvelle monnaie souveraine de type fiduciaire sur cette créance par le biais de la Banque d'Angleterre. Absorbée par cette institution financière, la dette nationale devient la contrepartie de l'émission d'une monnaie bancaire non commerciale. En acceptant la monnaie de la Banque d'Angleterre pour le paiement des impôts et des amendes ainsi que pour l'achat de titres de dette publique l'État britannique fait de ses billets et de ses dépôts une monnaie *de facto* « nationale » et souveraine vis-à-vis des autres monnaies bancaires. La transition vers une nouvelle forme fiduciaire de la monnaie souveraine est accomplie quand le parlement britannique suspend la convertibilité de la monnaie bancaire de la Banque d'Angleterre en or et en argent pendant les guerres napoléoniennes.

Comparé à l'échec de la tentative française d'une monnaie révolutionnaire à cours forcé (l'assignat), le succès de l'Angleterre peut-être attribuée à deux facteurs complémentaires: la légitimité du gouvernement n'est pas ébranlée en Angleterre comme elle l'est en France, et ensuite la monnaie bancaire anglaise est véritablement ancrée dans les circuits des paiements marchands, tandis que l'assignat français repose sur le seul principe du monnayage d'une richesse publique (les terres des immigrés et du clergé), richesse de plus en plus évanescence à mesure que le gouvernement révolutionnaire s'enfonce dans la terreur et perd sa légitimité sociale et politique. Comme le soutient Keynes dans le *Treatise* la liquidité de la monnaie fiduciaire (representative money) implique un système monétaire structuré par la tension entre des monnaies bancaires privées (qui résultent d'un monnayage de la richesse commerciale) et une monnaie banque centrale (qui résulte du monnayage du pouvoir de dépense publique). Sans l'articulation entre ces deux types de monnayage et la gestion active de cette articulation par la banque centrale, la monnaie fiduciaire typique des économies capitalistes modernes se « dégrade » soit en monnaie fiat ou soit en monnaie marchandise⁸⁸. Dans le premier cas le système monétaire s'emballe dans l'hyperinflation et dans le deuxième cas il s'effondre dans un processus déflationniste.

La révolution financière représente donc pour nous l'institutionnalisation d'un système monétaire sur la base de la négociabilité des créances commerciales et de la créance publique. C'est d'elle que naît la

⁸⁸ « Managed Money [...] may be considered to degenerate into Commodity Money on the one side when the managing authority holds against it a hundred per cent of the objective standard, so that it is in effect a warehouse warrant, and into Fiat Money on the other side when it loses its objective standard. John M. Keynes, *A treatise on Money*, Londres, Macmillan, 1965. p. 8.

liquidité monétaire. Ce processus, conforme au paradigme sociologique de l'institutionnalisation est en même temps une hiérarchisation des pratiques financières et monétaires en un système institutionnel. Celui-ci est construit sur la différenciation entre une pratique de base - la production de monnaie bancaire privée par le monnayage de la richesse commerciale - et une pratique « superstructurelle » - la régulation institutionnelle de cette capacité de monnayage privée par la banque centrale qui monopolise le monnayage de la dette publique et produit une monnaie à capacité libératoire supérieure. La monnaie fiduciaire qui existe comme dépôts bancaires liquides est une synthèse de ces deux formes de monnaies dont l'unité est toujours tributaire de la praxis sociale. En ce sens, la monnaie fiduciaire et la liquidité monétaire existent par leurs reproductions sociales et elles peuvent donc cesser d'exister dans la mesure où le système institutionnel entre en crise soit par le haut (crise politique) soit par le bas (crise financière). La liquidité monétaire bien qu'elle représente « (...) la forme absolue et fondatrice de la liquidité »⁸⁹ n'est pas une médiation sociale immuable. Elle est une production sociale marquée par la contingence et la fragilité des êtres historiques. Cette fragilité se manifesterait avec acuité dans les conséquences de l'articulation de cette liquidité monétaire à une forme dérivée et beaucoup plus instable de l'institution financière moderne: celle qui existe par la liquidité financière.

89 André Orléan, *Le pouvoir de la finance*. Paris, Odile Jacob, 1999. p.132.

L'institution financière devenue propriété intangible et capital: fondements de la liquidité financière.

De la révolution financière du XVII^e siècle naissent, non seulement la propriété incorporelle des créances négociables qui fonde la liquidité monétaire, mais aussi ce que les institutionnalistes américains, John R. Commons et Thorstein Veblen, ont nommé, en s'inspirant du droit des affaires américain, la « propriété intangible »⁹⁰; c'est de celle-ci que va naître la liquidité financière. L'intangibilité définit une forme particulière de créance se présentant comme un droit sur un « capital » en valorisation plutôt que sur une somme définie de monnaie, c'est-à-dire un paiement. Pour comprendre cette forme de propriété il faut, en fait, compléter notre lecture des bouleversements institutionnels qui ont résulté de l'acte inaugural de la révolution financière en Angleterre: la constitution de la dette nationale et la fondation de la Banque d'Angleterre en 1694. La Banque d'Angleterre innovait non seulement parce qu'elle monnayait la dette publique devenue « nationale », mais aussi parce que la médiation juridique par laquelle elle existait socialement, la formule de la compagnie par action ou de la corporation « publique » était elle aussi une innovation sociale et économique. C'était un mode novateur de constitution de sujets économiques dans la sphère civile. Dans ce cas historique précis, c'était, en plus, une nouvelle forme de constitution d'une relation financière sur la base de la propriété intangible.

La Banque a été créée en tant que « corporation ». C'est donc une personne tiers par rapport à ses propriétaires nominaux et elle a une existence « civile » distincte dotée des attributs juridiques qu'implique la personnalité morale. L'émission d'actions, lui a permis de se constituer un capital qui lui appartient en propre (A) et qu'elle a prêté à l'État anglais pour financer la guerre contre les Pays-Bas (A'). Ce prêt a pris la forme d'un achat de titres de créances publiques, des obligations, qui ont aussi été vendue au public en général (A-A'). Le prêt de la Banque à l'État était à long terme et il était renouvelable. De plus, il était entendu que la Banque pouvait acheter, sur le marché secondaire, les titres de créances publiques appartenant à des individus désireux de se défaire de leurs obligations. Finalement, la Banque avait le pouvoir institutionnel de produire une monnaie bancaire sur la base de sa propriété en titres de créances publiques. Elle pouvait monnayer la dette nationale, qui devenait, à

90 On trouvera les principales analyses de l'intangibilité dans les ouvrages suivants, pour Veblen *A theory of Business Enterprise*, écrit en 1904 et *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: the case of America* qui reprend et développe les mêmes thèmes en 1923, et du côté de Commons il faut se référer à ses deux principales oeuvres théoriques, *The legal foundations of capitalism*, 1924 et *Institutional Economics: Its place in political economy*, 1934.

côté des trésors d'or et d'argent (bullion), un instrument de réserve du système bancaire. À côté de ce mandat de gestion de la dette nationale, la Banque a développé ses fonctions typiquement commerciales étudiées dans la section précédente. De ces deux manières, qui furent appelées dans le « Bank act » (la loi régissant son activité), « issue » (monnayage des créances publiques) et « banking » (monnayage des créances privées), la Banque valorisait ses fonds propres, le capital « A » initial.

Les actions de la Banque étaient des titres représentant un droit sur ce capital « A » en valorisation sous la forme A-A'. C'était donc des *droits de propriété* sur une richesse « intangible » A-A' comprise comme « un flux futur de revenus anticipés ». Ce droit se manifestait concrètement par le versement d'un dividende qui se présentait comme une part des profits que la Banque avait réalisés dans une période comptable. Les actions s'apparentaient ainsi à une créance puisqu'elles donnaient à leur propriétaire un droit à un paiement. Finalement, ces actions avaient une valeur non seulement *de jure* par les dividendes, mais aussi parce qu'elles étaient négociables et avaient un prix de marché basé sur l'évaluation subjective du flux futur de revenu anticipé. Aux yeux des bourgeois londoniens, la détention d'un titre de la Banque d'Angleterre renvoyait ultimement à la détention d'un titre sur la dette nationale. C'est sur cette base que les actions de la Banque pénétrèrent le même espace de circulation et les mêmes circuits que les obligations d'État. Le titre représentant un droit sur un capital en voie de valorisation fut assimilé sociojuridiquement à une créance négociable. *Une nouvelle médiation institutionnelle de l'économie fut ainsi créée: l'action en tant que créance négociable qui médiatisait effectivement (et non pas « fictivement ») le rapport du capitaliste à l'accumulation du capital.* Telle est la dernière des dimensions de la révolution financière qui inaugura la modernité des systèmes financiers.

Autant que la négociabilité, l'intangibilité, est ainsi une caractéristique spécifique de la relation financière capitaliste, c'est une dimension qui s'ajoute à l'obligation et à la négociabilité pour définir l'institution financière. Commons comprend l'intangibilité dans le mouvement de dé-substantialisation de l'objet du droit de propriété dans le cadre du développement du capitalisme moderne. La propriété intangible représente justement le terme de ce procès puisqu'elle implique la reconnaissance et la structuration de rapport sociaux sur la base de droits d'appropriation privée d'une richesse sociale

virtuelle⁹¹ dans le sens « d'a-venir »⁹². C'est pourquoi Commons utilise le concept de « futurity » pour caractériser ces titres en tant que droits sur des dettes à venir, des créances *indéterminées*⁹³, et les distinguer des créances bancaires *déterminées*, car fondées sur la négociabilité *a priori* selon une valeur nominale fixée en unité de compte.

Cette dé-substantialisation est telle que l'objet du droit de propriété se confond avec son support symbolique: il ne reste que le « titre » porté par le sujet. Même la valeur nominale du droit sur la créance fluctue au gré des évaluations subjectives, c'est en ce sens qu'elles sont indéterminées. Or, c'est justement sur cette indétermination que se fonde la liquidité spécifique de la relation financière qui découle du principe d'intangibilité. Nous intitulons celle-ci, en nous basant sur les travaux d'André Orléan et de Hyman Minsky, liquidité financière⁹⁴.

Tout comme les créances « négociables » ont leur espace de circulation distinct de la circulation physique des marchandises - les systèmes et marchés monétaires interbancaires - espace dans lequel elles acquièrent leur effectivité économique, les titres de créances intangibles circulent aussi dans un espace propre: le marché des capitaux. C'est dans ce marché que se détermine leur prix et qu'elles acquièrent ainsi leur effectivité économique.

La liquidité est le produit d'une innovation institutionnelle: les marchés financiers organisés. [...] la liquidité est un pur artefact; elle est même une transgression. Ce sont les marchés financiers, et eux seuls, qui rendent liquides les titres par le jeu des règles qu'ils promeuvent.⁹⁵

Pour Commons, la propriété intangible renvoie à la valeur que les marchés des capitaux confèrent à une créance comprise comme un droit sur une source de revenus monétaires futurs et virtuels. Elle dépend donc de la préexistence de la propriété incorporelle et de l'institutionnalisation préalable de la

91 The nucleus of the modern corporate capitalization is the immaterial goods covered by the common stock. Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, New York, A. M. Kelley, 1965. p. 145.

92 John R. Commons, *Institutional Economics*, Madison, University of Wisconsin Press, 1959. p. 448 - 449.

93 On retrouve un écho de cette caractéristique dans la définition hicksienne de la liquidité: « For liquidity is not a property of a single choice; it is a matter of a sequence of choices, a related sequence. It is concerned with the passage from the known to the unknown - with the knowledge that if we wait we can have more knowledge. » John Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, New York, Basic Books, 1974, p. 38 -39.

94 La liquidité est un rapport social spécifique [...] un rapport de totalisation qui construit un espace homogène de communications et d'interdépendances où chacun se trouve étroitement lié à chacun [...]. Un tel lien privé ne peut se fonder que sur une puissante confiance collective dans la capacité du groupe ainsi constitué à exercer son autonomie pour le bien de tous ses membres André Orléan, *Le pouvoir de la finance*. Paris, Odile Jacob, 1999. p. 131 - 132.

95 André Orléan, *Le pouvoir de la finance*. Paris, Odile Jacob, 1999, p. 32.

négociabilité des créances comme condition de possibilité de leur entrée en circulation. C'est la nature de la créance qui est ici radicalement différente. Elle ne représente pas une richesse actuelle, un paiement attendu et promis mais plutôt une anticipation d'un flux de revenus futurs calculables et prévisibles, anticipation qui, elle-même, fait l'objet d'une évaluation collective sur les marchés des « capitaux ». L'intangibilité, comme dimension de l'institution financière, se rapporte ainsi au capital, tout comme la négociabilité se rapportait à la monnaie. Or, en instituant la liquidité financière la reconnaissance sociojuridique de la propriété intangible transforme radicalement du mode d'existence de cette médiation économique.

L'intangibilité comme médiation sociale du rapport au capital

Du point de vue de l'analyse, il faut aborder «l'intangibilité» de la même manière que nous avons abordé la négociabilité, c'est-à-dire comme une médiation économique qui s'interpose entre sujet «créancier» et sa «créance»⁹⁶. Cette médiation, tout comme la négociabilité, a fait l'objet d'un procès d'institutionnalisation sociojuridique complexe. Celui-ci s'étend de la révolution financière du XVIII^e siècle à la «révolution corporative»⁹⁷ du XX^e siècle où fut pleinement reconnue la personnalité civile: la puissance économique et politique de la société par actions en tant que «corporation» ou société anonyme telle que nous la connaissons dans sa forme actuelle⁹⁸.

Parce qu'elle s'interpose entre un capitaliste et son capital, cette médiation redéfinit non seulement le rapport entre ces deux éléments de la relation mais également les éléments eux-mêmes. Nous l'avons déjà souligné, la propriété intangible a ceci de particulier qu'elle confond un rapport de propriété capitaliste avec une relation financière.⁹⁹ La propriété intangible fait du capitaliste un quasi créateur. À

96 C'est une démarche similaire que propose André Orléan dans le *Pouvoir de la Finance* quand il oppose analytiquement une relation financière fondée sur des créances en capital non-négociables à une relation financière fondée sur des créances en capital négociables. André Orléan, *Pouvoir de la Finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, p. 28-34.

97 Nous utilisons ce terme pour rendre compte d'un mouvement accéléré de mutation de la forme de la propriété capitaliste au tournant du XX^e siècle, qui impliqua en quelques années le remplacement de la propriété et l'entreprise bourgeoise par la propriété et l'entreprise « corporative ». Sur ce voir l'étude historique du sociologue William Roy, *Socializing Capital*, Princeton, Princeton University Press, 1997.

98 Pour un aperçu général de la dimension politique de ce procès voir Gilles Bourque, Jules Duchastel et Eric Pineault, "L'incorporation de la citoyenneté", *Sociologie et sociétés*, vol. 31, no. 2, 1999, p.41-64.

99 ? The line between credit and capital, or between debt and property, in the values handled throughout these strategic operations of coalition, remains somewhat uncertain. Indeed, the old-fashioned concepts of debt and property or liabilities and assets, are not fairly applicable to the facts of the case. ? Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, New York, A. M. Kelley, 1965. p. 125.

mesure que s'institutionnalise la propriété corporative (pendant le XIX^e siècle, celui-ci verra sa responsabilité, en tant que propriétaire-entrepreneur, diminuer proportionnellement à l'augmentation de la négociabilité de ses titres de propriété. Le capital, pour sa part, des moyens de productions physiques dont est composé une entreprise (le capital industriel de Marx) se transformera en un système organisationnel ayant acquis l'attribut de la personnalité civile et juridique. Cela veut dire que la société par actions, au début de la modernité (XVII^e - XVIII^e siècle), une association contractuelle de capitalistes-entrepreneurs qui collectivisent leur capital monétaire en affaire commune dont ils sont les co-propriétaires, s'autonomisera sur la base de la constitution juridique de sa propre personnalité en tant qu'organisation capitaliste capable de contracter, prêter et emprunter en son propre nom, voire même devenir propriétaire d'elle-même en rachetant ses propres actions. Le concept de capital qui correspond à cette entité sociale va subir une même évolution, comme en témoigne la distance entre ce concept chez Marx et chez Veblen:

Capital has been spoken out as the capitalized (aggregated) cost of industrial equipment, etc., a view which had its significance for economic theory a hundred years ago, but since corporation finance has come to pervade the management of business this view is no longer of particular use for a theoretical handling of the facts. (...) It may be conceded that under the old dispensation, of partnerships and individual management in business, the basis of capitalization was the cost of the material equipment owned by any given concern: and so far as the method of partnership and private firms still prevails such may still be the current method of capitalization, especially *de jure*. But in so far as business procedure and business conceptions have been shaped by the image of the modern corporation (or limited liability company) the basis of capitalization has gradually shifted until the basis is now no longer given by the cost of material equipment owned, but by the earning capacity of the corporation as a going concern¹⁰⁰.

Avec le développement de la corporation industrielle c'est directement la puissance organisationnelle de l'entité économique qui est capitalisée. Le capital, dans une économie capitaliste dominée par la corporation industrielle, devient la manifestation d'une puissance organisationnelle singularisée¹⁰¹. La propriété intangible participe ainsi à la transformation, d'un côté, du capital industriel classique (l'entreprise bourgeoise) en capital organisationnel de la corporation industrielle et, de l'autre, à l'assimilation graduelle du capitaliste (le détenteur du titre de propriété) au créancier, plus précisément en «ayant-droit» revendiquant une rente sous la forme d'une dividende. Cela ressemble énormément au

100 Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, New York, A. M. Kelley, 1965, p. 127 - 139.

101 Sur ceci voir le concept de « Conatus » développé par Frédéric Lordon. Frédéric Lordon « Le Conatus du Capital », *Actuel Marx*. Paris. no 28, 2000. p. 61 - 78.

statut juridique du créancier de l'obligation financière: un «ayant-droit» à un paiement monétaire.

Ce développement est amplifié par la déresponsabilisation entrepreneuriale de l'actionnaire qu'implique l'institutionnalisation de la responsabilité limitée (l'actionnaire est uniquement responsable du montant de capital «crédité» à la compagnie) et la production de toute une gamme d'actifs financiers intermédiaires entre la créance pure et le titre de propriété pure (actions préférentielles, obligations etc). Cela crée un continuum¹⁰² de titres de «créances en capital» hiérarchisées selon une échelle de risque et d'obligations préférentielles de remboursement en cas de liquidation¹⁰³.

L'actionnaire est ainsi lié à l'entreprise par la médiation d'un titre financier et par la valeur de ce titre. Or, celle-ci n'est pas seulement la valeur actualisée du flux de revenu futur anticipé, elle est aussi la valeur marchande immédiate ou anticipée du titre en tant que tel. Le deuxième mode de valorisation du titre qui se base sur sa liquidité, radicalise la transformation de la figure du propriétaire du capital. La propriété intangible institue ainsi des «créances en capital» qui combinent et synthétisent les propriétés sociojuridiques et économiques de l'obligation financière et de la négociabilité. Le détenteur d'une créance en capital peut la céder à autrui et la débitrice, en occurrence la corporation, doit reconnaître passivement et obligatoirement ce transfert. En ce sens, la négociabilité des créances en capital contribue à l'assimilation de l'actionnaire au créancier et fait de la relation moderne de la propriété du capital une relation financière.

Nous avons vu comment l'intangibilité, en tant que médiation, d'une part, redéfinit le rapport entre le

102 L'existence de ce continuum est important pour le développement des marchés de titres de capitaux et surtout pour l'arrimage de la liquidité financière à la liquidité monétaire, car, comme le souligne Keynes dans le *Treatise*, les dépôts en monnaie bancaire d'épargne vont être intégré dans son continuum d'actifs comme valeur «refuge» pour ceux que Keynes nomme les «Bears».

103 John, R. Commons, *Institutional Economics*, Madison, University of Wisconsin Press, 1959. p. 427. Voir aussi Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, New York, A. M. Kelley, 1965. p. 114.: Since the modern industrial situation began to take form, there have been two principal forms of credit transactions current in the usage of the business community for the purpose of investment: the old-fashioned loan, (...) and the stock share, (...). In addition to these two methods of credit relation there has, during the late-modern industrial period, come into extensive use a third class of expedients, viz. debentures of one form and another - bonds of various tenor, preferred stock, preference shares, etc., ranging, in point of technical character and degree of liability, from something approaching the nature of a bill of sale to something not readily distinguishable in effect from a personal note. The typical (latest and most highly specialized) instrument of this class is the preferred stock. This is in form a deed of ownership and in effect an evidence of debt. It is typical of a somewhat comprehensive class of securities in use in the business community, in the respect that it sets aside the distinction between capital and credit. In this respect, indeed, preferred stock, more adequately perhaps than any other instrument, reflects the nature of the "capital concept" current among the up-to-date business men who are engaged in the larger industrial affairs.

capitaliste et le capital, assimile cette relation à une relation financière entre créateur et débiteur et, d'autre part, comment cette relation s'insère immédiatement dans l'espace de la négociabilité des créances. Il nous reste à analyser l'effet de cette insertion sur la créance en capital, autrement dit l'action en tant qu'instrument financier. La négociabilité des créances en capital est le fondement de la «liquidité financière» selon la définition que Hicks emprunte à Keynes: « An asset (...) realizable (that is to say convertible into money) at short notice without loss »¹⁰⁴ Comme le soutient Hicks, cela implique deux déterminations: un mécanisme de formation des prix, donc d'évaluation de la valeur de la créance en capital, et un lieu permanent où peut être vendue la créance en capital à tout instant (*short notice*). Tout autant que la négociabilité des créances monétaires, les créances de paiement, impliquent l'émergence d'un marché monétaire et, éventuellement, d'une forme institutionnelle propre: la banque moderne. La négociabilité des créances en capital va immédiatement générer un «marché des capitaux» qui se consolidera dans une forme institutionnelle typique de la finance moderne, la bourse des valeurs (*stock exchange*).

Au fondement de la liquidité des titres financiers, on trouve la cotation publique de leur valeur qui acquiert par ce fait même une large reconnaissance sociale. [...] le marché agit, toutes proportions gardées, à la manière d'une banque en garantissant une certaine équivalence entre les titres et la monnaie. Certes, cette garantie ne porte pas sur un cours fixe, comme dans le cas des monnaies bancaires, mais sur des procédures publiques d'évaluation.¹⁰⁵

Le capital «intangible» capitalise la puissance organisationnelle de l'entité corporative traduite en la capacité de générer dans l'avenir des flux de revenus. Il est sous-entendu que ces flux de revenus se traduisent en «quasi-rente». Puisque les créances en capital sont des titres négociables, l'anticipation de ces flux est immédiatement actualisée dans le prix de marché du titre par le processus communicationnel de la cotation publique identifié par Orléan. Veblen nomme «capitalisation effective» le résultat de cette régulation par la liquidité financière, elle se différencie de la capitalisation nominale (traduite actuellement par l'avoir comptable des actionnaires)¹⁰⁶:

(...) the earning-capacity which in this way affords ground by the valuation of marketable capital (or for the market capitalization of the securities bought and sold) is not its past, or actual earning capacity, but its presumptive futur earning capacity: so that fluctuation in the capital

104 John Hicks. *The Crisis in Keynesian Economics*. New York, Basic Books, 1974 . p. 42.

105 André Orléan. *Le pouvoir de la finance*. Paris, Odile Jacob, 1999. p. 135.

106 Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*. New York, A. M. Kelley , 1965. p. 138.

market- the varying market capitalization of securities- turn about imagined futur events.¹⁰⁷

* * *

Nous avons souligné au début de cette section, que l'intangibilité et la liquidité financière qu'elle produit apparaissent comme dimensions de l'institution financière moderne, en même temps que la négociabilité et la liquidité monétaire. Or, au XVIII^e siècle après un bref et vif essor « explosif » qui se termine en une série de crises financières aiguës, le développement de la propriété intangible et donc de la liquidité financière, fut un processus lent et auquel la modernité semblait résister. À ce sujet cinq remarques s'imposent.

a) Jusqu'à la fin du XIX^e siècle la capacité légitime de créer une société par actions, en d'autres mots du capital intangible, est strictement limitée et contrôlée *politiquement*. À titre d'exemple, dans le cas des Anglais la constitution d'une corporation dotée d'une personnalité civile et juridique s'effectue par l'entremise d'un acte en Parlement. Au XIX^e siècle les premières sociétés sont des entités éminemment politiques¹⁰⁸ et les créances en capital sont des instruments à la fois d'accumulation de richesse économique et de structuration de la puissance politique. Cela signifie également que l'objectivité et l'essentialité de l'existence de l'entité corporative ne repose pas directement sur la traduction monétaire de sa puissance organisationnelle dans le champ économique. Elle reposent sur son rapport à la sphère politique. La corporation est comprise comme une extension de la sphère politique dans le champ de l'économique. Le pouvoir politique conserve alors un ensemble de pouvoirs sur l'entité corporative qui limitent radicalement son autonomie organisationnelle.

b) Le marché des capitaux, la bourse et l'échange, demeurent pendant deux siècles une institution marginale du capitalisme. Ce n'est qu'à partir de la fin du XIX^e siècle qu'ils acquièrent une capacité de régulation effective de l'accumulation capitaliste. Avant les marchés de capitaux sont dominés par les titres publics des dettes nationales. À partir du milieu du XIX^e les titres des sociétés de canaux et de chemins de fer financiers aussi son aspirés dans la circulation financière et en bourse à titre d'entreprises de service public privé (notion anglo-saxonne d'«utilities»). Ce n'est qu'à partir de la fin du XIX^e siècle que les valeurs «industrielles» vont faire leur entrée en bourse.

107 Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*. New York, A. M. Kelley , 1965. p. 155.

108 Bruce Carruthers. *City of Capital*, Princeton, Princeton University Press, 1996.

c) Le premier quart du XVIII^e siècle, lorsque ces formes économiques apparaissent pour la première fois, fait exception à cette règle. L'institutionnalisation simultanée de la propriété incorporelle et intangible va provoquer les premières grandes crises boursières et les premières bulles spéculatives. Elles présentent déjà l'ensemble des structures typiques propres à ces épisodes: inflation des valeurs nourrie par la création monétaire, monnayage des créances intangibles, discours sur la nouveauté du régime économique, corruption politico-économique, etc. Une folie de liquidité du capital s'empare de ces sociétés telle une fièvre. L'effondrement des bulles provoque une réaction politique qui cantonne, pendant plus d'un siècle, la propriété intangible et limite sa puissance sociale et économique, isole et sépare la créance négociable de la créance en capital intangible.

d) En fait, la propriété intangible et la structuration des rapports économiques par la créance en capital négociable sont des médiations sociojuridiques centrales au capitalisme de ce que nous pouvons nommer sociologiquement la «modernité tardive», une période qui économiquement correspond à la transition d'un capitalisme fondé sur l'accumulation extensive à un capitalisme à régime d'accumulation intensif. C'est pendant cette même période que Hilferding élabore sa théorie du capital financier. C'est aussi lors de cette transition (1870-1930) que l'organisation corporative s'affirme comme structure institutionnelle dominante d'accumulation industrielle. Veblen oppose ainsi «l'économie monétaire» de la «basse modernité» (early modern) centrée sur la production industrielle pour un marché des biens de capitaux et de consommation, l'économie «classique»¹⁰⁹, avec une ? économie de crédit ? (terme emprunté à Knies, économiste de l'école historique allemande)¹¹⁰.

Ce contraste entre une économie de crédit où prédomine la corporation et un capitalisme industriel moderne où prédomine l'entreprise bourgeoise est aussi souligné par Keynes et Minsky qui en font le point de départ pour une analyse réaliste de la finance capitaliste du XX^e siècle:

The legal form that business takes determines the debts that can be used to finance ownership of capital assets. The modern corporation is essentially a financial organisation. The alternatives to using corporations as the legal form of private business are sole proprietorships and partnerships. In these alternatives the debts of the organization are the debts of the individual

109 ? The characteristic feature of this money economy is the goods market. About the goods market business and industrial interest turn in early modern times. And to this early modern system of industrial life the current doctrines of political economy are adapted as indicated above. (...) Trading under the old regime was a traffic in goods. ? Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, New York, A. M. Kelley, 1965. p. 151.

110 Thorstein Veblen. *Theory of Business Enterprise*, New York, A. M. Kelley, 1965. p. 151.

owner or partners and the life of the organization is limited to the life of the partners. As a result of their limited lives and constrained debt carrying powers, proprietorships are our vehicles for owning and operating long-lived and special purpose capital assets. There is a symbiotic relation between the corporate form of organizing business and the emergence of an industrial and commercial structure in which debts is used to finance the construction of and determine the control over complex, special purpose and long lived capital assets.¹¹¹

e) La distinction établie par Veblen entre un capitalisme basé sur une économie monétaire et un capitalisme basé sur une économie de crédit renvoie directement à la typologie des systèmes de monnayage et de paiement. L'économie monétaire correspond au monnayage du crédit commercial et au système métallique avec crédit typique du capitalisme concurrentiel et l'économie de crédit renvoie au monnayage du capital et de liquidité financière typique de ce que nous pouvons appelé un capitalisme organisationnel dominé par la corporation.

La mutation corporative de l'économie capitaliste correspond ainsi à l'institutionnalisation du monnayage du capital et à la reconnaissance de la prédominance du capital intangible sur ses formes tangibles ou négociables et de la prédominance de l'entité corporative sur les autres formes institutionnelles. La marginalisation de la propriété intangible avant la révolution corporative renvoyait en même temps à l'existence d'une règle de monnayage bancaire incompatible avec la liquidité financière. Le dépassement de cette règle de monnayage commerciale par une nouvelle règle proprement capitaliste fait partie des développements institutionnels nécessaires à l'épanouissement de la liquidité financière. C'est en fait seulement ainsi que la liquidité financière a su s'arrimer structurellement à la liquidité monétaire selon l'enchaînement suivant:

$$L \rightarrow I(f) \dots S$$

où la liquidité monétaire L est articulée à l'investissement financier I(f), terme que nous empruntons à Minsky et qui renvoie à la capacité de médiation par la liquidité financière du procès d'investissement capitaliste:

111 Hyman Minsky. *Inflation, Recession and Economic Policy*. Brighton, Wheatsheaf Books , 1982. p. 19. Il est important de noter que ce rapport symbiotique entre l'investissement massif et à long terme de l'accumulation intensive et les propriétés institutionnelles de la corporation en tant que structure de financement de l'investissement intensif ne se base pas, que ce soit pour Veblen ou pour Minsky, sur l'effcience supérieure de la corporation comme véhicule de mobilisation d'épargne. Comme le souligne Minsky, puisque seule la corporation peut monnayer son capital en tant que capital intangible (organisation) celle-ci a une capacité supérieure de financement de l'investissement sur la firme privée, c'est-à-dire l'entreprise bourgeoise.

The price P_k of any capital asset depends upon the cash flows that ownership is expected to yield and the liquidity embodied in the asset. The cash flows a capital asset will yield depend upon the state of a market and the economy while the liquidity embodied in asset depends upon the assuredness with which it can be transformed into money. The price of a financial asset (...) depends upon the same considerations as the price of a capital asset: the cash flow and the breadth, depth and resilience of the market in which it can negociated.¹¹²

Les caractéristiques essentielles de la relation financière $I(f)$ découlent ainsi de l'institutionnalisation de la propriété intangible en médiation effective de la reproduction capitaliste ainsi que du changement de la règle de monnayage. Ce changement a impliqué une transformation du statut des deux autres types de relations financière, l'épargne « S » est devenue une forme dépendante et résiduelle incapable de contraindre et de réguler l'investissement financier maintenant directement nourri par la liquidité monétaire. Ce branchement de L sur $I(f)$ a impliqué une transformation importante du système bancaire qui a pris la forme de l'émergence de la banque d'investissement aux côté de la banque commerciale, une transformation que Hilferding considérait comme caractéristique de l'avènement du capital financier.

* * *

En s'insérant entre le capitaliste et le capital le rapport de propriété intangible crée les conditions institutionnelles nécessaires à l'émergence du «capital financier» comme médiation économique effective et centrale. Ce capital, comme médiation, combine la puissance d'un instrument d'accumulation financière et d'un instrument de contrôle. En tant que détenteur d'un instrument d'accumulation financière, le capitaliste se mue en rentier. En tant qu'objet d'un instrument de contrôle, l'entreprise bourgeoise se transforme en organisation corporative. Cette médiation économique se matérialise dans sa forme en tant qu'action ordinaire.

Puisque l'action possède l'attribut sociojuridique de la négociabilité, elle entre en circulation ou bien elle est monnayée, et ce uniquement dans la mesure où elle a un prix monétaire. Le prix est la caractéristique quantitative qu'elle doit recevoir afin d'être effective dans ces espaces. Nous avons vu que la formation de ce prix implique deux déterminations. La première est basée sur la valeur anticipée du flux de revenu futur («*earning capacity*» de Veblen) de l'entité fractionnée en une quantité

112 Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press. 1986. p.180.

déterminée de titres. Primitivement, cela correspondait grossièrement à la valeur du capital fixe d'une entreprise industrielle au moment de l'émission des actions. Nous avons vu que ce calcul simple se compliquait lorsque la valeur anticipée se liait non pas au coût ou au rendement des « machines » mais tenait compte de la « puissance organisationnelle » de l'entité corporative. Le prix d'une créance en capital (action) reflète dès lors la capitalisation de cette puissance organisationnelle. En plus, comme le montre Minsky, il faut retrancher du flux de revenus anticipés l'ensemble des flux de revenus engagés dans le remboursement des créances bancaires et obligataires créées pour le financement d'un investissement ponctuel. Or, les engagements se multiplient en quantité et en qualité à mesure que se complexifie la notion de capital. Une telle vision de la valeur en soi de l'action se rapproche des théories contemporaines sur la valeur fondamentale des actions.

Dans *Le pouvoir de la finance* André Orléan montre comment cette valeur fondamentale est un ancrage de l'anticipation du prix d'une action dans la participation de l'entité corporative à une division du travail productif. On peut opposer à ce mode d'évaluation du prix d'une action un autre mode basé sur la *liquidité de la créance en capital, c'est-à-dire sur l'anticipation du degré de réversibilité qu'offre l'action en tant que placement financier*. Cette anticipation autoréférentielle tient compte de la variation boursière du prix du titre, c'est-à-dire qu'elle anticipe les anticipations des participants au marché des titres. Nous sommes maintenant devant un mécanisme de détermination des prix qui se base sur la valeur spéculative de l'action, qui est un mode de valorisation basé sur l'autoréférentialité des processus boursiers¹¹³.

Afin de caractériser ces deux modes de valorisation des actions en tant que « créance en capital », nous empruntons les termes d' « entreprise » et de « spéculation » développés par Keynes. L'entreprise est un mode de valorisation des titres qui

(...) scrute l'économie réelle alors que l'attitude spéculative est centrée sur le marché lui-même. Ce qui importe pour le spéculateur, c'est la manière dont le prix évoluera demain. Ce sont les croyances du marché.¹¹⁴

Comme le montre Orléan, plus la liquidité financière est élevée plus la spéculation l'emportera sur l'entreprise comme détermination de la valeur des actions et, conséquemment, de leur effectivité

113 André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999. p. 25

114 André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999. p. 25

économique en tant qu'instrument de contrôle et instrument d'accumulation financière.

La création sociale de la liquidité financière, et non pas d'un titre en particulier, est un phénomène complexe qui repose sur plusieurs facteurs. Toutefois les plus importants sont l'accentuation de la déresponsabilisation entrepreneuriale de l'actionnaire, la centralisation de la circulation des actions en bourse et le financement bancaire de la circulation boursière par le monnayage: l'utilisation de cette circulation boursière des actions pour déterminer la monnayabilité de créances par les banques et l'exercice de l'action comme instrument de contrôle par le biais de la bourse plutôt que par la détention directe de l'action. Tous ces éléments renforcent la liquidité financière des actions. Tout facteur qui limite la liquidité financière (tels que les mesures prises pendant le New Deal) diminue le pouvoir de la spéculation sur l'entité corporative et laisse place aux «rentiers passifs» qui agissent selon une attitude compatible avec la visée d'entreprise.

En ce sens, la liquidité financière démultiplie la puissance du capital financier, soit en tant qu'instrument de contrôle soit en tant qu'instrument d'accumulation financière. Les innovations sociojuridiques et économiques, qui se sont condensées en une *révolution corporative* au tournant du XX^e siècle, avaient pour résultat l'approfondissement de la liquidité financière. Il en a résulté la formation et la démultiplication de la puissance du capital financier constaté et analysé par Hilferding et puis par Veblen en tant qu'instrument de *contrôle* du capital industriel.

Si nous pouvons parler aujourd'hui d'un retour du capital financier c'est par la réinstitutionnalisation de la liquidité financière qui démultiplie sa puissance en tant qu'instrument d'*accumulation* au service de rentiers devenus actifs car utilisant la puissance de contrôle du capital financier pour forcer les entités corporatives à adopter un agir qui augmente la valeur spéculative des créances en capital qu'ils détiennent.

III L'Unité de l'institution financière de la modernité

L'institution financière est le produit d'un processus d'institutionnalisation, un phénomène cumulatif: l'institutionnalisation de chaque dimension ouvre la possibilité à de nouveaux développements. Ces dimensions sont l'obligation, la négociabilité et l'intangibilité. Chacune de ces dimensions de l'institution financière exprime un principe de régulation par la constitution d'une forme type de la relation financière. Trois relations financières de base se dégagent: la relation de thésaurisation par l'épargne *S* (fondée sur la seule obligation), la relation bancaire de création monétaire par le financement de la production/circulation capitalistes *L* (fondée sur la négociabilité et l'obligation) et la relation d'investissement en titres financiers par le mécanisme de la bourse *If* (fondée sur l'intangibilité et les deux autres dimensions). Récapitulons, sous la forme d'une synthèse les propriétés et caractéristiques de chacune de ces dimensions saisie dans leur rapport au processus d'institutionnalisation.

Obligation financière

C'est sur l'attribut de l'obligation financière que se fonde l'objectivité et la légitimité du crédit moderne comme rapport économique. L'obligation produit les figures subjectives du créancier et du débiteur ainsi que la figure objective de la créance/dette. Dans sa forme moderne, elle libère la relation financière du paradigme moral de l'usure et l'inscrit dans le nouveau paradigme de l'agir économique du sujet libéral, agir fondé sur l'assomption positive de l'autonomie et de la responsabilité civile. Cette reconnaissance de l'obligation financière comme médiation économique déplace la relation financière du champ moral de la régulation matérielle substantielle du contenu de la relation vers le champ juridique et politique d'une régulation portant seulement sur la forme de régulation. Concrètement, cela implique la marginalisation de la réglementation morale des taux d'intérêts sur les prêts et le début de la réglementation purement formelle en fonction d'un idéal politique de stabilité et de croissance économique.

Le processus de légitimation libérale de l'obligation financière se base sur une valorisation de l'épargne - valorisation à la fois économique et éthique comme précondition à la croissance économique - et un renoncement à la consommation ostentatoire. Ainsi, d'une part, sont mis en forme dans le discours

économique les concepts classiques d'épargne et d'investissement et, d'autre part, se trouve légitimée une régulation privée et marchande du taux d'intérêt comme mécanisme idéal de stimulation de l'épargne nécessaire à l'investissement. La posture de l'épargnant, comme rapport social à la fois économique et politique, tire l'essentiel de ces déterminations du discours qui valorise a) la thésaurisation monétaire et l'allocation marchande de ce stock aux investisseurs sous la forme de prêt, et b) la rétribution de l'épargnant d'un intérêt qui récompense à la fois le renoncement à la consommation (temps) et la prise relative de risque.

L'obligation financière fonde la relation financière sur le double mouvement de la cession du droit sur une somme monétaire et sur un paiement. Elle met en scène deux sujets pris isolément et elle codifie leur relation. Abstraite, cette relation se présente sous la forme universelle de la rencontre de l'épargnant-prêteur et du débiteur. Élémentaire, cette structure forme la base sur laquelle s'érige l'ensemble des relations financières plus complexes jusqu'à la relation du capitaliste financier au capital intangible.

Négociabilité et liquidité monétaire

L'institutionnalisation sociojuridique de la négociabilité a pour conséquence première la légitimation sociale de la monnaie bancaire comme moyen de paiement typique du capitalisme moderne. C'est pourquoi nous considérons l'avènement de la négociabilité comme le point d'entrée de l'institution financière dans la modernité, c'est-à-dire que, par l'attribution sociojuridique de cette caractéristique, le développement de l'institution financière entame une phase moderne caractérisée par *l'institutionnalisation de la capacité d'institutionnalisation*. Ici la *capacité* d'institutionnalisation est la production d'une nouvelle de forme de l'institution financière, la « créance négociable », qui se substitue légitimement aux moyens de paiement « souverains », la monnaie frappée. *L'institutionnalisation* de cette capacité renvoie au pouvoir que vont acquérir les banques dans la production de la forme pure de cette institution, la monnaie bancaire. Cette phase est aussi typiquement moderne parce que la reconnaissance de la légitimité de la monnaie bancaire se fait contre l'autorité traditionnelle de la monnaie frappée et par conséquent contre l'autorité détenue par ceux qui en ont le monopole à titre d'usuriers, de financiers, etc.

L'objet de la relation financière, la dette/créance, devient lui-même par la négociabilité une médiation sociale objective qui s'abstrait réellement du rapport interindividuel de l'obligation financière tout en

conservant les déterminations formelles de ce rapport (obligation de paiement, taux d'intérêts, temporalité) en tant que calcul. Il s'abstrait en tant qu'objet monétaire - quantité déterminée de monnaie de paiement, promesse de paiement, c'est-à-dire créance. Par cela, la créance acquiert la qualité monétaire de la liquidité ; de l'autre côté, la monnaie acquiert la qualité financière de créance. La promesse de paiement monétaire peut agir comme monnaie, entendue ici en tant que monnaie de paiement. Cette synthèse entre monnaie et crédit s'exprime dans le rapport économique entre la créance marchande escomptable et la production du billet de banque. La pratique de l'escompte, qui a dominé la première phase dite extensive ou concurrentielle du capitalisme industriel, est l'illustration type d'une relation financière fondée sur la négociabilité.

De la négociabilité naît un système de paiement fondé sur le crédit et le marché monétaire comme le lieu de compensation et de validation de ces créances monétaires. C'est aussi et surtout par la négociabilité que naît l'institution centrale des systèmes de paiement à crédit, la banque et la monnaie bancaire.

La négociabilité est la négation du caractère purement privé et interindividuel de la dette et son inscription dans le système de paiement. En même temps, cette négation est également une négation de l'argent comme un stock défini de l'extérieur. En circulant comme moyen de paiement, la créance devient monnaie. De la négociabilité comme attribut juridique de la créance apparaît la propriété économique de la liquidité. Cette liquidité n'est que monétaire. Par la négociabilité, les créances sont monnayées; toute dette et, nécessairement, tout droit sur une dette, sont immédiatement pondérés comme étant «plus ou moins liquide» selon leur rapport à la conversion monétaire.

Le développement d'un marché des créances monnayables incite leur standardisation en une unité standard facilement échangeable. La négociabilité des créances se construit à l'intérieur d'un espace balisé par la conversion des créances marchandes en monnaie et par la création d'une nouvelle d'obligation financière: la dette nationale, une dette entièrement dépersonnalisée entre l'État débiteur et la nation créancière. La dette nationale devient, en fait, la réserve contre laquelle sont émis des signes monétaires par delà le stock de trésor. La monnaie bancaire fondée sur cette dette est considérée comme parfaitement liquide. La liquidité monétaire est la capacité d'une créance à acquérir les attributs de la monnaie souveraine: capacité libératoire et capacité à médiatiser réellement les transactions marchandes.

Intangibilité et liquidité financière

Par l'attribut de l'intangibilité, la relation financière se détourne du passé (l'épargne) et du présent (escompte d'un paiement, prêt à court terme) pour se saisir de l'avenir. L'institution financière génère une créance négociable qui n'est pas un paiement monétaire différé (une créance intercapitaliste) mais une pure anticipation d'un revenu futur capable de nourrir un flux de paiement qui validera la dette contractée. La créance intangible se distingue de la simple obligation financière par sa négociabilité, c'est-à-dire sa mise en rapport ou son articulation à la liquidité monétaire. De cette articulation naît la liquidité *financière*. Celle-ci repose essentiellement sur des dispositifs institutionnels qui fondent un espace de circulation des créances intangibles: les marchés des capitaux. Cet espace ne se confond pas avec l'espace de circulation des créances monétaires -le marché monétaire- bien que celles-ci y soient articulées via des pratiques bancaires et certaines nouvelles pratiques d'entreprises non-financières.

La bourse est la manifestation concrète de ces dispositifs institutionnels, et les autres segments de l'espace de circulation financier sont toujours des dérivés de la circulation boursière. La liquidité financière ne repose pas sur le pouvoir politique mais sur le pouvoir économique de la communauté financière. La liquidité financière repose en premier lieu sur le mécanisme endogène de la communication publique de la valeur des titres de créance en capital. Le second mécanisme exogène est l'existence de «teneurs de marché», qui garantissent en dernière instance la négociabilité des titres en circulation dans le marché de capitaux. Or, les teneurs de marché de capitaux sont souvent, en fait, des banques (d'investissement) ou des sociétés financières apparentées qui ont un accès à la liquidité monétaire, c'est-à-dire au marché monétaire. La capacité des teneurs de marché à garantir la liquidité financière repose ainsi sur leur accès au marché monétaire. En période de crise boursière, cela est particulièrement manifeste puisque les banques centrales, garantes ultimes de la liquidité monétaire, se font entraîner dans un soutien à la liquidité financière (soit très indirectement en jouant sur les anticipations des acteurs financiers par le biais de la communication, soit plus directement en modifiant explicitement les taux d'intérêt, ou finalement en soutenant financièrement, en tant que prêteur de dernier recours, les teneurs de marchés). Il existe une dépendance structurelle de la liquidité financière sur la liquidité monétaire. Plus la liquidité financière se développe, plus la «communauté financière» s'élargit et s'approfondit dans la société, et plus cette dépendance devient importante et acquiert la capacité d'orienter le travail de régulation monétaire de la banque centrale.

Mais une dialectique inverse est tout aussi possible, le pouvoir de la communauté financière sur l'économie peut être cantonné par un ensemble de dispositifs institutionnels qui limite la liquidité financière. Cela fut un développement marquant de l'histoire des systèmes financiers au milieu du vingtième siècle, la période s'étalant du ? New Deal ? à la mise en place du système de Bretton Woods se caractérise par une volonté politique de limiter la puissance sociale de la liquidité financière.

IV Vers un idéaltype du système financier de la modernité

Ces concepts d'obligation, de négociabilité et d'intangibilité circonscrivent l'unité de l'institution financière dans la modernité. Chacun se présente finalement comme une dimension spécifique de l'institution financière, et comme une modalité à partir de laquelle peut être pensée l'unité et l'essence de l'institution financière. Ainsi Marx a pu penser l'unité de l'institution financière à partir de la figure de l'obligation financière interpersonnelle et penser l'articulation de la régulation financière à la reproduction économique par le biais du concept de socialisation du capital (mobilisation progressive de l'épargne). Keynes et Minsky ont pensé l'unité de l'institution financière à partir de la négociabilité et la liquidité monétaire qui en découlent. Pour ces derniers la totalisation du système financier ne s'effectue pas uniquement par la socialisation des créances. Ce qui est un acquis inhérent à la négociabilité, mais par l'unification du système bancaire autour d'une banque centrale monopolisant le monnayage du moyen de règlement ultime et la politisation de ce processus par le développement d'une politique monétaire qui détermine de manière exogène aux pratiques financières un taux d'intérêt.

Si un système financier pensé à partir de la dimension de l'obligation est un système contraint par l'épargne, le système pensé à partir de la liquidité monétaire est exposé aux dérives inflationnistes. Finalement la théorie financière contemporaine¹¹⁵, conceptualise l'institution financière et le système financier à partir du paradigme de la liquidité d'actifs financiers intangibles, le système financier apparaît dès lors comme un portefeuille de titres aux propriétés diverses, portefeuille distribué entre les sujets économiques et dont la circulation est assurée par l'existence de marchés financiers efficaces.

Le tableau ci-dessous résume les principaux éléments de ces correspondances:

115 Nous pensons particulièrement aux travaux sur l'efficacité des marchés financiers de Ross Levine mais aussi aux travaux plus théoriques de Gurley et Shaw. Pour une synthèse voir Perry Mehrling, « Minsky and modern finance », *Journal Of portfolio Management*, New York, vol. 26, no. 2, 2000. p. 81 - 88, et Basil Moore, *An introduction to the theory of finance; assetholder behavior under uncertainty*. New York, Free Press, 1968.

Tableau 1
Unité des dimensions de l'institution financière

Attribut sociojuridique	Paradigme pour penser l'unité de l'institution financière	Relation financière et régulation financière type
Obligation financière	Socialisation de l'épargne paradigme des « fonds prétables »	Relation d'épargne S régulation de l'arbitrage consommation/épargne
Négociabilité monétaire	Liquidité monétaire, paradigme de la monnaie endogène	Relation de crédit bancaire L régulation de la création monétaire
Intangibilité financière	Liquidité financière, paradigme des marchés financiers efficaces	Relation d'investissement financier If régulation de la circulation financière et du contrôle du capital industriel

Chacun de ces attributs sociojuridiques et des paradigmes qu'il soutient forme une des dimensions de cette institution et une modalité spécifique de la relation financière dans la modernité. L'unité de l'institution financière est dans les interrelations entre ces dimensions et leur ordonnancement hiérarchique dans le cadre d'un système financier et monétaire donné.

Le moment de la première révolution financière correspond à la fondation de l'institution financière dans le cadre de la construction du sujet économique de la modernité bourgeoise et libérale, ce sujet est la personne de la société civile. Cette fondation se traduit par une hiérarchisation des dimensions de l'institution financière selon un ordre qui récapitule le procès d'institutionnalisation de la relation financière: obligation, négociabilité, intangibilité (S ... L ... If). Cet ordonnancement renvoie à la pratique effective de production d'une créance inter-personnelle et sa transformation en capital selon le paradigme marxien de la « socialisation » de l'épargne par le système de crédit.

Le paradigme de la socialisation reflète le caractère normatif de la hiérarchisation des attributs de l'institution financière dans le cadre de la modernité bourgeoise et libérale. En effet, l'ordre présenté précédemment est un classement de chaque attribut de l'institution selon sa légitimité sociale et surtout son effectivité relative à titre de régulation économique. Dans un tel système, l'épargne apparaît comme une contrainte fondamentale qui délimite *a priori* la régulation financière. C'est en ce sens qu'il faut comprendre l'usage du concept de capital fictif par Marx lorsqu'il aborde la formation du capital

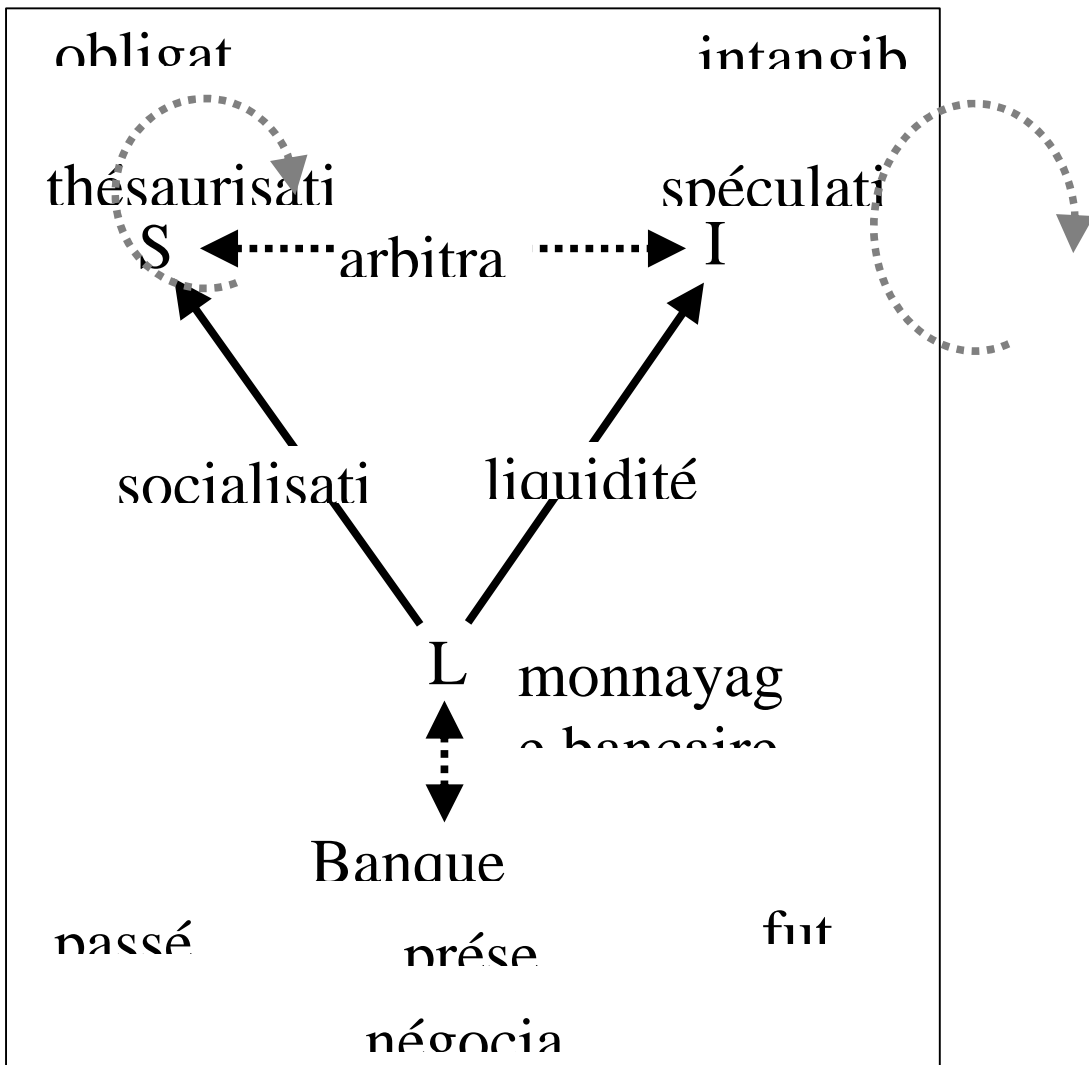
financier intangible. Cela renvoie à l'expérience de la modernité avec l'intangibilité jusqu'en 1870, dans le cadre d'un régime d'accumulation extensif où le crédit représente soit une épargne ayant été accumulée préalablement, soit une somme de marchandise en circulation. Le capital intangible est dans ce contexte une forme de capital fictif dans le sens qu'il ne correspond pas à un rapport économique effectif, c'est-à-dire un rapport articulé à l'accumulation industrielle.

Cela va changer avec le développement de l'investissement industriel typique de l'accumulation intensive et avec la genèse de l'entité corporative comme forme de l'entreprise et du sujet capitaliste dominant. Dans ce nouveau capitalisme, le capital intangible correspond à un des rapports économiques premiers résultant non seulement de l'acte d'investissement mais de la constitution même du sujet capitaliste. Cela provoque un renversement complet dans l'ordre hiérarchique des attributs de l'institution financière où l'intangibilité est première et fondatrice et le rapport de créance interpersonnelle est de plus réservé à l'espace du rapport de consommation des salariés. Nous assistons à une refondation de l'institution financière qui s'appuie sur la reconstruction des sujets économiques en de nouvelles figures dans le cadre de la révolution corporative. Ces nouvelles figures se définissent par le rapport social par lequel elles s'arriment à l'entité corporative. Ces nouvelles figures sont, dans le langage keynésien l'investisseur financier, l'homme d'affaire et le salarié. Chacun se rapporte de manière différenciée à l'entité corporative en tant que structure d'accumulation capitaliste et chacun est nécessaire à la constitution et à la reproduction de cette forme de l'entreprise. C'est dès lors, non plus la personne de la société civile bourgeoise, mais la corporation elle-même qui devient porteuse des relations financières et c'est vis-à-vis d'elle que se redéfinit l'ordonnancement des dimensions de l'institution financière dans la modernité tardive à partir du paradigme de la liquidité financière.

Le schéma 1 ci-dessous est une représentation graphique de l'unité de l'institution financière telle que présenté dans le tableau précédent. Le schéma est organisé autour des trois figures types de la relation financière comme « formes polaires ». Chaque pôle représente non seulement une des dimensions de l'institution mais aussi un pôle de régulation et d'accumulation financière du capital. Ce sont donc trois sous-systèmes de régulation financière distincts mais interreliés. Les trois paradigmes présentés dans le tableau 5.4 sont autant de façon de penser l'unité de l'institution financière à partir des interrelations structurelles entre ces pôles. Le but de la présentation polaire est ainsi d'échapper à l'unidimensionalité des représentations linéaires avec lesquelles nous avons travaillé jusqu'à maintenant et de laisser ouverte la possibilité d'une pluralité de séquentialités entre les régulations financières. C'est-à-dire de se

doter d'un outil capable de rendre compte à partir d'une structure institutionnelle de base de différentes configurations idéaltypiques du système des régulations financières.

Schéma 1: unité des dimensions de l'institution financière



Le paradigme de la socialisation et de l'accumulation financière « thésaurisatrice »

Le paradigme de la socialisation pense l'unité de l'institution financière à partir du rapport entre S et L, l'épargne et la liquidité monétaire. Cela donne un système financier contraint par le rapport entre l'accumulation passée, l'épargne, et la liquidité monétaire. Le pôle L monnaie la richesse commerciale actuelle en socialisant les créances intercapitalistes¹¹⁶. L'accumulation financière est orientée par la finalité de la reproduction élargie d'un capital argent en tant que *dépôt d'épargne* qui procure une rente financière. Le taux d'intérêt ou d'escompte est donc l'unique régulation financière dans un tel système, ils régulent à la fois le monnayage et l'accumulation financière. Finalement, la liquidité monétaire est contrainte d'assurer la liquidité de ces dépôts d'épargne, qui sont autant de droits accumulés dans le passé sur la richesse présente¹¹⁷.

Le paradigme de la liquidité financière et de l'accumulation par spéculation

Le paradigme de la liquidité financière pense l'unité de l'institution financière à partir du pôle opposé *If* dans son rapport à la liquidité monétaire *L*. La dynamique de ce système est contrainte par l'emprise des anticipations de l'avenir sur le présent, c'est donc un système structuré par le principe keynésien de la demande effective, mais en tant que celle-ci est sous l'influence de la spéculation plutôt que de l'entreprise:

If a proponent of modern finance were overheard to say that capitalism is essentially a financial system, we would have a pretty good idea what he means - something about the importance of capital asset pricing for guiding capital allocation decisions. [...] Modern finance [...] focuses attention on the movement of capital asset prices, not on the movement of liquid bank reserves.

In modern finance theory, a capital asset (whether financial or non-financial) represents a portfolio of exposure to different risk factors whose prices are determined by the preferences of wealth holders.¹¹⁸

Un tel système implique une règle de monnayage du capital intangible. La liquidité monétaire se doit

116 C'est ce qui explique que dans le schéma la boucle pointillée qui entoure le pôle S. et qui représente spécifiquement l'accumulation financière par la reproduction élargie des dépôts d'épargne soit orientée contre le sens des aiguilles d'une horloge.

117 C'est précisément ce qu'implique le taux d'intérêt « composé ».

118 Perry Mehrling, « Minsky and modern finance », *Journal Of portfolio Management*, New York, vol. 26, no. 2, 2000, p. 83.

donc, non pas de valider une accumulation de dépôts d'épargne, mais plutôt la liquidité des titres de créances en capital en circulation, en fournissant des dépôts courants (business deposits) et des dépôts d'épargne aux investisseurs financiers lors de la conversion de leurs titres en monnaie bancaire. C'est ce qui garantit la négociabilité de ces créances en capital. La liquidité monétaire est ainsi à la remorque de la liquidité financière, puisque la monnaie bancaire n'est pas détenue pour effectuer des paiements courants selon le motif d'entreprise ou de consommation, elle n'est pas non plus un instrument d'accumulation/thésaurisation par l'épargne (car l'épargne S apparaît comme une médiation économique résiduelle et marginale), elle est détenue pour des raisons spéculatives en tant qu'actif financier dont la propriété est une forme de liquidité non relative et donc indépendante de la dynamique boursière¹¹⁹. C'est la monnaie comme stock, tel que décrite par Keynes dans le chapitre 17 de la « Théorie générale » plutôt qu'en tant que flux comme il la pense dans la première partie du *Treatise*¹²⁰.

Ce mode d'unification de l'institution financière est orienté en fonction de l'accumulation financière spéculative, sa finalité est la reproduction de capital argent A-A' non pas en tant que dépôt d'épargne mais en tant que portefeuille de titres cotés de créances en capital en bourse. Le « gain » en capital par la voie de la valeur spéculative est le mécanisme essentiel d'accumulation financière et la dynamique autoréférentiel de la bourse et des marchés financiers dérivés est la régulation financière prédominante d'un système financier dominé par le pôle If.

Le paradigme de la liquidité monétaire et de l'accumulation entrepreneuriale

Les deux paradigmes précédents reposent sur l'existence de la monnaie bancaire et la production d'une garantie bancaire de la négociabilité sociale des créances, de paiement ou en capital. C'est finalement la dimension de liquidité monétaire, L, qui apparaît comme le socle sur lequel repose l'existence de l'institution financière dans la modernité. tandis que les autres dimensions apparaissent comme des pôles à partir desquels on peut penser abstraitement des types de systèmes financiers distincts. Seul ce

119 Dans le *Treatise* Keynes parle d'une demande de dépôts bancaire par les « bears » qui se distingue des « bulls » qui préfère détenir des titres dont la valeur est déterminée par la dynamique boursière. « A bear (...) is one who prefers at the moment to avoid securities and lend cash, and correspondingly a « bull » is one who prefers to hold securities and borrow cash - the former anticipating that securities will fall in cash-value and the latter that they will rise. » John M. Keynes. *A Treatise on Money*. Londres, Macmillan, 1965. Volume 1, p. 251.

120 Cela expliquerait peut-être en partie la différence entre la typologie des motifs de détention de la monnaie dans la *Théorie Générale* (raisonnement de stock) et celle du *Treatise* que nous avons présenté dans ce chapitre (raisonnement de flux).

pôle articule véritablement le système financier au système monétaire, ce qui est, comme le montre la tradition keynésienne et régulationniste, une condition institutionnelle nécessaire à l'existence d'une économie capitaliste.

La régulation financière exercée par ce pôle est monopolisée par les banques, il prend la forme de la production et la reproduction de la liquidité monétaire par le monnayage des créances en monnaie bancaire et les modalités de l'arrimage monnaie - crédit dépendent donc de la règle de monnayage en vigueur dans le système bancaire. Une banque centrale agit comme instance de régulation des flux interbancaires, c'est donc elle qui exerce la contrainte monétaire sur les banques, c'est-à-dire que c'est elle qui produit la monnaie de paiement pour les banques par le monnayage de leurs créances. En exerçant vis-à-vis du système bancaire la fonction de prêteur en dernier recours, la banque centrale agit comme une garantie exogène au système monétaire et financier, seule la liquidité monétaire bénéficie d'un tel support provenant directement de la régulation politique.

La régulation bancaire de l'activité se manifeste dans un rapport d'entreprise, elle prend essentiellement deux formes, une forme quantitative qui se présente comme le taux d'intérêt ou d'escompte de base à partir duquel la banque monnaie de créances et une forme qualitative qui renvoie au type de créance que la banque juge monnayable et dans quels termes. De cette seconde dimension de la régulation bancaire résulte un échelle de taux d'intérêt qui progresse en fonction du risque entrepreneurial perçu par la banque. L'essentiel à retenir est que la production de la liquidité monétaire dans le cadre d'un rapport d'entreprise ne se déploie pas dans une structure autoréférentielle où les conventions de financements sont auto-renforçantes. La convention de financement bancaire est plus simplement *référentielle*, comme le souligne Keynes et Minsky. Cela implique que l'accumulation financière possible à partir du pôle L prend la forme du prélèvement d'un intérêt ou d'un escompte sur les revenus d'entreprise (et sur les revenus des salariés qui en sont dérivés), l'accumulation financière se présente comme une partition du revenu d'entreprise qui s'inscrit productivement dans la division sociale du travail. On pourrait conclure se point en opposant la liquidité monétaire à la liquidité financière, le financement bancaire de la dynamique boursière. Ce serait une erreur, car on négligerait l'articulation nécessaire entre ces deux types de liquidité. Comme le montre le schéma le pôle L nourrit en liquidité à la fois le pôle qui se termine par l'épargne selon un circuit de paiement «financement d'entreprise - salaires - épargne » et le pôle de l'investissement financier If qui se reproduit par le biais de la spéculation. L'accumulation financière depuis le pôle L prend aussi la forme des revenus bancaires

d'intermédiation et de courtage dans le cadre de la structure L - If, c'est même une forme d'accumulation que Hilferding considèrerait comme typique de la pratique bancaire dans le cadre du capital financier. Minsky considère l'époque du capital financier à la Hilferding (1900 - 1929) comme celle où la banque devient banque d'investissement:

(...) the main institutions of the financing markets were the investments bankers. The Bankers acted as brokers when they facilitated trade in existing issues and as dealers when they underwrote new issues. These lines of business grew out of the need to trade positions in the liabilities of business organizations and externally to finance capital asset ownership.¹²¹

La banque qui est l'entreprise qui jouit du monopole institutionnelle du monnayage n'est pas que Banque commerciale elle est aussi active comme banque d'investissement. Un des intérêt du schéma est de montrer qu'il faut dépasser une analyse institutionnelle des systèmes financier construit sur une opposition simple et tranchée entre banque et marché¹²², la banque est à l'origine des deux axes¹²³, elle est au coeur de ce que nous allons appeler après Keynes, pour approfondir l'analyse de ces deux axes, la circulation industrielle (axe L - S) et la circulation financière (axe L - If).

Il nous reste un dernier élément à commenter dans le schéma, c'est la barre qui relie les deux pôles du haut S et If, intitulé « arbitrage ». Elle renvoie à un premier niveau au phénomène d'arbitrage entre dépôts d'épargne et placements boursiers en fonction d'une stratégie de maximisation des rendements financiers. Mais à un deuxième niveau elle rend compte de l'espace structurel que va occuper la forme institutionnelle type du régime d'accumulation financiarisé le « fond de placement » et toute l'ensemble des nouveaux intermédiaires financiers qui en sont dérivés. Ceux-ci se caractérisent par une forme « organisationnelle » d'arbitrage entre, d'un côté une pratique d'épargne salariale, et de l'autre, une stratégie d'accumulation financière par la spéculation boursière; c'est une des façons de comprendre le concept *d'accumulation patrimoniale*. La posture de l'épargne salariale implique formellement un comportement passif de placement long-termiste en des valeurs sûres et stable, tandis que la posture de

121 Hyman Minsky. "Schumpeter and Finance." In *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini, Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia, and Michele Salvati*, eds. New York, St. Martin's Press. 1993. p. 108.

122 Il semblerait qu'une des origines de cette distinction, maintenant courante en économie, soit chez Hicks qui distingue dans un des chapitres du livre *The Crisis in Keynesian Economics* une économie d'endettement (overdraft) et une économie d'autofinancement (autoeconomy). Or, chez Hicks ces termes ne qualifient pas des économies mais des secteurs économiques qui ont des pratiques de financement distinct. Toute économie financière comporte pour Hicks des marchés des titres et des banques.

123 Cela permet de démystifier le paradoxe d'une désintermédiation, reconnue comme un vecteur de transition entre système à dominante bancaire vers des systèmes dominés par les marchés, organisée par les banques elles-mêmes.

spéculation est active, court-termiste et biaisée en faveur des placements risqués et volatiles, la spéculation, en fait, se nourrit de la volatilité. L'arbitrage qu'organise le *fond de placement* prend la forme d'une transformation de l'épargne en placements sans la garantie bancaire de la liquidité monétaire. La garantie repose dès lors sur l'hégémonie et la solidité de la communauté d'évaluation financière qui contrôle, évalue et échange les titres de créances en capital en circulation¹²⁴, ainsi que sur sa capacité à imposer une norme de rendement financier aux entreprises par le biais des instruments de contrôle qui découlent de la propriété intangible.

L'accumulation patrimoniale implique ainsi une reproduction élargie de l'épargne non pas en lien avec le mécanisme bancaire du taux d'intérêt, qui se rapporte au financement de l'entreprise, mais avec le mécanisme boursier du gain en capital et de la ponction de revenu sous la forme de dividende et du rachat d'actions. L'épargne quitte l'espace de la monnaie bancaire et est transformée en « capital financier ». L'arbitrage qu'institue cette posture d'accumulation financière non seulement court-circuite l'arbitrage bancaire entre circulation financière et circulation industrielle, mais place la banque, dans sa capacité de production de la liquidité monétaire à la remorque de la dynamique autorenforçante que le fond entretient entre les deux autres pôles. Ce n'est plus la liquidité financière qui s'articule à la liquidité monétaire mais le contraire.

Conclusion

L'analyse du procès d'institutionnalisation de la relation financière que nous venons d'exposer débouche sur une typologie retraçant trois grandes formes possibles de la régulation financière du capitalisme: régulation par l'obligation financière, régulation par la liquidité monétaire et une régulation par la liquidité financière. Chaque forme type de la relation financière est une manifestation de l'une des dimensions de l'institution telle qu'elle existe en tant que médiation économique à la fin du XIXe siècle en Europe et en Amérique. Ce n'est qu'à partir de cette construction qu'une théorie du capital financier peut-être construite et utilisée pour comprendre les transformations du capitalisme et de la finance au vingtième siècle.

124 André Orléan. *Le pouvoir de la finance*. Paris, Odile Jacob, 1999. p. 136 - 137.