

LA CRISE ACTUELLE COMME CRISE DES FONDEMENTS MONÉTAIRES DU CAPITALISME ET CRISE ÉTHIQUE DE LA MONDIALISATION

BRUNO THÉRET

CNRS, IRISES, UMR 7170 - UNIVERSITÉ PARIS DAUPHINE

theret@dauphine.fr

Résumé : L'article cherche à montrer que l'actuelle crise financière mondiale est une crise du régime monétaire international concurrentiel de l'ère post Bretton Woods. Il l'envisage également comme une crise éthique de la mondialisation néolibérale, la référence à l'éthique étant ici conçue dans une perspective commonsienne en dehors de toute critique morale de type aristotélicien de l'accumulation d'argent comme fin en elle-même. La perspective éthique est ici justifiée par le fait que la société internationale des Etats est un monde où il n'y a pas place pour une régulation juridique adossée à un monopole légitime unique de la force physique. Une première partie s'attache à montrer que le système financier international actuel est étroitement associé à un régime de monnayage fondé sur une extension de l'autoréférentialité des monnaies nationales à la sphère des transactions internationales. La seconde partie examine les limites endogènes de ce système inédit de monnayage international à la lumière d'une analyse des formes de la confiance dans la monnaie. Dans la troisième partie, après avoir présenté la conception des relations entre économie, droit et éthique développée par John R. Commons (1934), on mobilise cette conception pour saisir les limites extramonétaires du régime concurrentiel de monnayage adopté par les acteurs de la globalisation, et pour comprendre la place centrale de ce régime monétaire dans la crise financière.

Mots clefs : argent, monnaie internationale, théorie monétaire, autoréférentialité, finance, dette, éthique, confiance, mondialisation, produits dérivés.

« We were a bunch of guys who were hungry
 We were traders to whom it did not matter
 Whether it was eggs or gold,
 bellies or the British pound
 turkeys or T-Bills ... »
 Leo Melamed (Poem for the 10th anniversary
 of the Chicago International Monetary Market, 1982)

« Let us imagine, then, a world in
 which money does not exist »
 Fischer Black (Banking and
 Interests Rates in a World without
 Money, 1970)

« Chateaubriand a résumé, quelque part, l'histoire de la noblesse en disant qu'elle avait passé de l'âge des services à l'âge des privilèges et de l'âge des privilèges à l'âge des vanités. La finance qui n'aurait jamais dû quitter l'âge des services, n'est pas prête, loin de là, à se contenter de vanités ! Les démocrates et les constructeurs du monde moderne la laisseront-ils se cantonner dans l'âge des privilèges ? » Pierre Mendès-France (1930 : 282).

Pour éviter que ne se propage une crise générale de confiance dans l'économie de marché, les médias de communication de masse et les élites politiques hésitent actuellement entre deux représentations bénignes de la nature de la crise financière mondiale. Les néolibéraux doctrinaires l'assimilent à une catastrophe naturelle relevant de facteurs impondérables, mais qui ne fait que passer et sera oubliée dès le retour à la normale. Les sociolibéraux y voient la conséquence d'un défaut d'éthique de la part des acteurs qui tiennent les rênes de la finance et qui, livrés à eux-mêmes, auraient été incapables de contrôler leurs pulsions d'accaparement de la richesse, exacerbées par les possibilités infinies de gain ouvertes par la globalisation financière. Pour les premiers, il suffit de laisser faire la nature, en se bornant à assister les victimes de la tempête par la mobilisation temporaire des ressources de l'Etat. Pour les seconds qui s'accordent avec les premiers quant à la mobilisation massive des finances publiques pour sauver de la faillite la finance privée, le soutien de l'Etat ne peut néanmoins être justifiée que si, au préalable et en contrepartie, une régulation prudentielle des comportements des acteurs financiers et de l'esprit de lucre est établie. Dans les deux cas, les causes profondes de la crise sont passées sous silence : on ne saurait toucher aux fondements du système, à ses outils de base car ceux-ci sont « innocents »; tout au plus peut-on condamner les actions de quelques *fools* et les punir en réduisant leurs possibilités d'enrichissement¹.

A l'écart de ces positionnements qui rappellent les analyses en termes de « turbulences d'une économie prospère » ayant circulé dans les années 1970, cet article

¹ « Neither derivatives nor the market are to be blamed for the problems the world faces today. (...) The tools are innocent. They are applied by human being. Don't blame the tools for the actions of fools », Leo Melamed (Beijing, 2008).

est centré sur les dimensions structurelles de la crise actuelle et, en particulier, la relie à la nature des arrangements monétaires propres au système financier international qui a prévalu dans l'après Bretton Woods. On y défend la thèse que cette crise est d'abord celle d'une monnaie internationale qui, en devenant autoréférentielle, a permis la formation d'un nouveau capitalisme financier fondé sur le développement d'une « industrie » de l'assurance contre les risques d'instabilité monétaire. Comme une telle industrie ne peut s'auto-reproduire qu'en faisant croître le niveau de risque, les fondements d'un tel capitalisme sont nécessairement instables. On peut même parler d'une forme d'autodestruction du capitalisme dont le symptôme serait que le référentiel théorique sur lequel il s'appuie, fait volontairement abstraction des dimensions politiques, sociales et symbolique de la monnaie, et soumet celle-ci aux seuls réquisits d'une logique purement économique de la concurrence. Le régime du monnayage international ainsi mis en place conduit alors à la déstabilisation, voire à la disparition de la « fonction de réserve » ultime de la monnaie internationale, « fonction » pourtant vitale pour le capitalisme.

Pour autant, s'attacher aux fondements structurels de la crise financière et à ce que cela implique quant à ses voies de sortie et à l'avenir du capitalisme, ne signifie nullement désertier le terrain de l'éthique sur lequel classe politique et médias se polarisent, bien au contraire. Cela implique seulement de sortir d'une conception purement morale de celle-ci, et de concevoir l'éthique plutôt comme mode de régulation à la fois concurrent et complémentaire au Droit. Selon cette définition élargie, le rôle crucial de l'éthique dans la crise financière mondiale ouverte en 2007 tient ainsi moins à sa forme microéconomique relative aux comportements « injustifiables » de certains *traders* et autres *brokers* et *bankers*, qu'à sa forme métasociale qui a trait à l'organisation d'un ordre mondial interétatique. La mondialisation se déploie en effet dans un espace où la régulation juridique voit son efficience radicalement réduite du fait qu'elle ne peut s'adosser à un monopole légitime unique et incontesté de la force physique. En d'autres termes le monde international est une société sauvage, sans clef de voute étatique et dans laquelle les Etats et les autres macro-acteurs se rencontrent et se confrontent sans être soumis à un Loi commune susceptible d'être imposée par un pouvoir disposant d'une souveraineté légitime à l'échelle de la planète. Ce n'est donc que par la coopération, par l'autosoumission à des règles communes, soit par une régulation éthique, qu'un ordre

politique peut y régner. Or la mondialisation néolibérale est fondée sur la concurrence et non la coopération entre Etats ; elle souffre donc d'un défaut irréductible d'éthique – en son sens régulationniste élargi – qui est susceptible d'expliquer l'impossibilité d'y ancrer une monnaie internationale de type autoréférentiel.

L'article est divisé en trois parties. La première s'attache à montrer que le système financier international à l'ère du néolibéralisme est étroitement associé à un régime de monnayage international d'un type nouveau fondé sur une généralisation de l'autoréférentialité des monnaies nationales à la sphère des transactions internationales. La seconde partie examine les limites endogènes de ce système inédit de monnayage international à la lumière d'une analyse des formes de la confiance dans la monnaie. Dans la troisième partie, après avoir présenté la conception des relations entre économie, droit et éthique développée par John R. Commons (1934), on mobilise cette conception pour saisir les limites extramonétaires du régime concurrentiel de monnayage adopté par les acteurs de la globalisation, et donc pour comprendre la place centrale de ce régime monétaire dans la crise financière.

1. La crise financière internationale actuelle comme crise monétaire

1.1. Vers une monnaie internationale autoréférentielle

La place de l'argent dans la mondialisation a toujours été considérable car la monnaie a vocation à servir de langage commun dans les relations internationales. L'argent a été d'abord un enjeu clé de ces relations lorsqu'il s'agissait de s'emparer des métaux précieux monétaires qui représentaient la richesse absolue (mercantilisme). Puis, dans les régimes impérialistes britannique et étatsunien, avec le développement des monnaies convertibles et l'instauration de régimes monétaires internationaux à devises clé (étalon or/livre-sterling et étalon de change-or/dollar), c'est en tant qu'instrument nécessaire de développement du commerce extérieur, sous la bannière du doux commerce, que la monnaie est devenue un vecteur essentiel des relations internationales. Dans la phase néolibérale de globalisation financière ouverte en 1971 par les Etats-Unis, lorsqu'ils mettent fin unilatéralement au système monétaire de Bretton Woods, tout se passe comme si la question de la monnaie internationale ne se posait plus grâce au flottement des

monnaies nationales et à la montée en puissance de la finance privée; mais les crises financières à répétition qui atteignent d'abord la périphérie avant de frapper le cœur du système dévoilent sa présence sous-jacente et l'impossibilité de stabiliser un système monétaire international à monnaies autoréférentielles par une régulation qui relève d'une sphère financière elle-même autoréférentielle (Orléan, 1999 et 2004 ; Hessling & Pahl, 2006).

La mondialisation néolibérale sanctionne, en effet, la fin des devises clés comme instruments ultimes de réserve de valeur (Aglietta, 1986). Elle est fondée sur une multipolarisation du système monétaire international et le passage à un régime de changes flottants dont il est attendu qu'il conduise à l'ajustement des balances des paiements par le libre jeu des prix (taux de change) des monnaies nationales sur le marché monétaire international. Selon la doctrine économique libérale, seul le marché livré à lui-même peut en effet assurer une régulation optimale et efficiente des relations économiques internationales. Pour autant, cette régulation n'inspire pas une confiance aveugle, et la période se caractérise en fait par l'émergence de marchés secondaires de produits financiers « dérivés », investis de la mission de prémunir les agents économiques contre les risques d'inefficience de l'auto-régulation postulée². Celle-ci s'accompagne en effet de fluctuations erratiques des prix sur les marchés primaires d'actifs et des marchés secondaires doivent leur être adjoints pour les rendre efficients (grâce notamment à l'intervention d'« arbitragistes » informés et rationnels qui, en spéculant sur les écarts (*spreads*) entre les valeurs (réelle et notionnelle) des actifs sur les deux marchés les font converger)³.

² « The stock markets' Regulators (the SEC in particular, the *Securities and Exchange Commission*), as far as they're concerned, as well as the stock exchanges' regulating bodies that they gently pressure, don't show an unwavering faith in the operation of the "invisible hand." Stock exchanges introduce explicit regulations of their own, like "trading halts," market interruptions that aim at preventing crashes when prices plummet. These rules seem to meet their goal. But they've only been put into place because the unfettered action of the market does not display any automatic auto-regulation. To that extent, the "hand" guiding the stock market is "visible": it is that of the markets' Regulators and of the stock exchanges' own regulating bodies » (Jorion, 2006, p. 6).

³ L'hypothèse d'efficience des marchés (EMH) qui, avec le *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) a permis à l'économie financière de prendre le pouvoir sur et même dans les marchés financiers, passe pour avoir été initialement formulée par Eugene Fama en 1965 : "An efficient market is a market that is efficient in processing information (...) In an efficient market, prices "fully reflect" available information. An efficient market is an important component of a capitalist system. In such a system, the ideal is a market where prices are accurate signals for capital allocation " (Fama, 1976, p. 133). Il s'agit d'une hypothèse controversée tant parmi les théoriciens que les praticiens de la finance, car elle n'est empiriquement ni

Ainsi finalement, le fait stylisé majeur de la mondialisation néolibérale n'est pas un équilibre mondial résultant d'un ajustement automatique des balances des paiements par le jeu des taux de change flottants. C'est bien plutôt une instabilité financière chronique et le développement de marchés de produits financiers dérivés (contrats à terme – *forward et futures* –, options, *swaps* et autres) visant, par le développement d'une spéculation posée comme rationnelle, à protéger les détenteurs de capitaux contre les incertitudes de marché réinterprétées en termes de risques contre lesquels on peut se protéger par des innovations financières fondées en rationalité⁴.

La globalisation financière apparaît de la sorte comme le produit d'une « révolution dans la gestion du risque » de l'investissement capitaliste dont les produits dérivés ont été les instruments (Aglietta, 2008 : 60). Ce qui est parfaitement illustré par la concomitance du passage aux changes flottants avec les créations le 16 mai 1972 d'un marché à terme des monnaies, l'*International Monetary Market* du *Chicago Mercantile Exchange* (Melamed, 1972)⁵, et en avril 1973, du *Chicago Board Options Exchange* (MacKenzie, 2003a),

prouvée, ni réfutable (cf. www.e-m-h.org/). Elle est donc principalement utilisée comme un *benchmark* pour la mesure du degré d'efficacité des marchés. C'est d'ailleurs cette inefficacité qui est sensée permettre aux *traders* de battre le marché, et justifie la spéculation, celle-ci se voyant confiée la tâche de réduire cette inefficacité en rapprochant les prix de marché des valeurs "vraies" des titres. Par ailleurs, l'existence de marchés de dérivés témoigne du fait que le CAPM, qui a pourtant valu en 1990 une partie du prix de la Banque de Suède en mémoire d'Alfred Nobel à certains de ses concepteurs (H. Markowitz et W. Sharpe), n'est pas un modèle véritablement satisfaisant de détermination du prix des actifs financiers sur le marché primaire : « The attraction of the CAPM is that it offers powerful and intuitively pleasing predictions about how to measure risk and the relation between expected return and risk. Unfortunately, the empirical record of the model is poor – poor enough to invalidate the way it is used in applications. The CAPM's empirical problems may reflect theoretical failings, the result of many simplifying assumptions. But they may also be caused by difficulties in implementing valid tests of the model. (...) whether the model's problems reflect weaknesses in the theory or its empirical implementation, the failure of the CAPM in empirical tests implies that most applications of the model are invalid » (Fama et French, 2003, pp. 1-2).

⁴ « Le principe général qui guide l'essor des produits dérivés est la désagrégation des risques (...). Un risque complexe est considéré comme une articulation de risques élémentaires qu'il est possible de dissocier. Pour ce faire, on doit concevoir des contrats qui permettent aux agents économiques de décider quel type de risque ils veulent assumer et à quel degré. Les produits dérivés sont de tels contrats. Les risques complexes, après avoir été décomposés et restructurés, deviennent des montages de contrats qui sont des combinaisons de deux types de contrats élémentaires et de deux seulement : les *contrats à terme* et les *contrats d'option*. Dans un contrat à terme, une partie accepte d'acheter quelque chose à une autre à une date future spécifiée et à un prix spécifié. Dans un contrat d'option, une partie accepte d'accorder à une autre le droit sans obligation de lui acheter ou de lui vendre quelque chose dans l'avenir à un prix d'exercice spécifié (le prix auquel la transaction financière peut être réalisée), jusqu'à un horizon spécifié, mais à une date qui n'est pas nécessairement précisée (la date d'exercice de l'option) dans tous les types d'option. (...) Les *swaps* sont des enchaînements de contrats à terme par lesquels sont échangés des flux de paiements futurs sur des périodes qui peuvent être longues » (Aglietta, 2008 : 60-62).

⁵ Reconnu officiellement par l'Etat d'Illinois dès décembre 1971.

créations qui donnent le signal de départ pour le développement des dérivés financiers de toutes sortes qui prendront un essor fulgurant dans les années 1990 et 2000 (Melamed, 1996 et 2008)⁶.

Mais, par delà cette vision qui reflète le point de vue des acteurs de la finance, la mondialisation néolibérale relève d'un type plus structurel de révolution qui touche à la conception même de la monnaie internationale et à un nouveau mode de fixation de sa valeur qui rend problématique son usage comme capital et réserve de valeur. Avec l'abolition de la convertibilité à taux fixe du dollar en or, en effet, la monnaie internationale ou « xénomonnaie » voit sa valeur présente ne plus être fondée que sur la série de ses propres valeurs futures anticipées par les marchés financiers.

« La xénomonnaie doit être vendue sur un marché qui monétise le temps ; un marché dans lequel il existe des instruments financiers qui, en marchandisant la différence entre la valeur présente de la monnaie (*spot rate*) et sa valeur future (*forward rate*), permet à l'argent d'avoir une identité unique liée au temps. C'est ainsi que dans les premières années 1970, la négociabilité des instruments appropriés, c'est-à-dire des contrats financiers à terme et d'options, est devenue prééminente sur le marché financier des *futures* de Chicago » (Rotman, 1987).

Dit autrement la monnaie internationale n'est plus fondée que dans sa propre futurité. Elle passe au stade de l'autoréférentialité au sens où « les propriétés (qu'elle) possède aujourd'hui (...) ne sont rien d'autres que l'actualisation de ses propriétés futures » (Orléan, 1998, p. 377).

« La xénomonnaie se garantit elle-même. Elle cesse d'offrir des garanties en dehors d'elle-même. Séparée par fiat de toute source de valeur intrinsèque en dehors de son propre univers de signe, elle est obligée en tant que signe de s'engager dans la création de son propre signifié – celui écrit dans les seuls termes qui lui sont disponibles, celui des futurs états d'elle-même. En s'achetant et se vendant elle-même à travers le temps, c'est-à-dire en marchandisant la différence entre ses valeurs actuelle et future, la xénomonnaie effectue une certaine forme d'autocréation. C'est un signe lié au temps qui fabrique scandaleusement son propre signifié, qu'elle impose comme étant sa valeur, telle qu'elle évolue » (Rotman, 1987).

L'autoréférentialité caractérise les monnaies nationales de crédit depuis les années 1930 dans de nombreux pays capitalistes⁷. Mais elle y a été circonscrite, dans l'après-

⁶ « En janvier 1970, aucune structure organisée d'échange de produits financiers dérivés n'existait dans le monde » (MacKenzie, 2007 : 356). « L'établissement de l'*International Monetary Market* (de Chicago) (...) en 1972 est un événement des plus importants dans l'histoire des dérivés financiers » (Pryke et Allen, 2000 : 266-267). Cf. également (Helleiner, 1994).

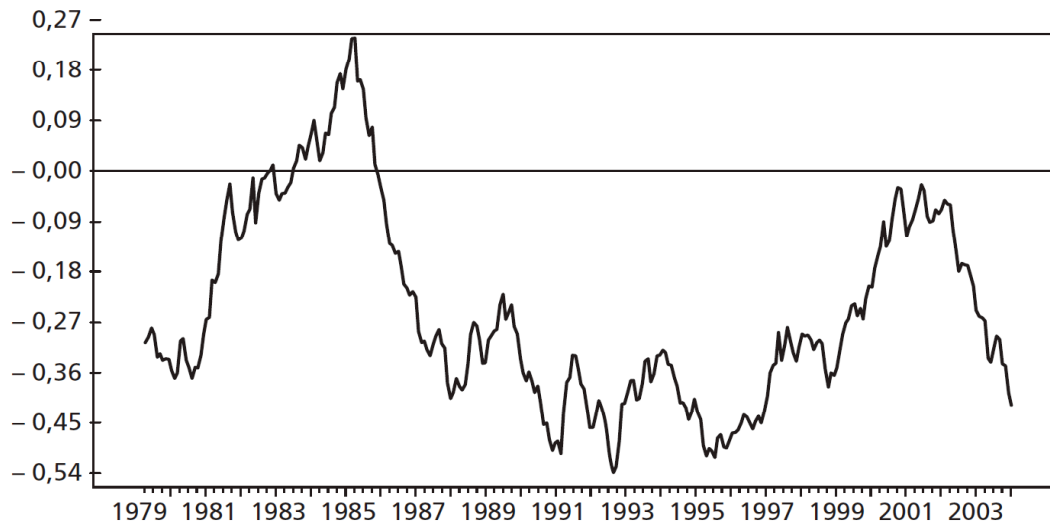
guerre, par un double ancrage de ces monnaies, d'une part, dans des régimes nationaux d'accumulation du capital autocentrés, c'est-à-dire orientés vers le développement des marchés intérieurs, d'autre part, dans la convention internationale de taux de changes fixes propre au régime de Bretton Woods. En revanche, dès lors que l'espace international n'est plus régi politiquement par des conventions de coopération mais économiquement par la concurrence entre des territoires souverains moins soucieux de développer leurs marchés intérieurs, ces ancrages interne et externe tendent à disparaître en même temps que la monnaie internationale permettant la commensuration des biens et services circulant dans l'espace mondial devient elle aussi autoréférentielle.

Dans cet espace qui, à partir des années 1970, tend à nouveau à être laissé dans un « état de nature », en proie à de purs rapports de force et avec des dispositifs affaiblis de règlements des conflits, c'est principalement la « fonction de réserve » de la monnaie qui va être remise en cause. En effet, dès lors que toute devise clé est contestée ou sa valeur continuellement mise en doute (graphique¹), la monnaie internationale perd tout ancrage dans d'autres monnaies et se retrouve également sans fondements juridiques et/ou éthiques bien constitués. Elle n'a donc plus de base pour inspirer confiance et servir de référent stable et universel de mesure de la valeur (et donc de moyen de réserve ultime), Cette situation a pu un certain temps être dissimulée par la plus grande résilience du dollar à la perte de son statut de devise clé hégémonique, mais celle-ci n'a pas résisté à la chute du mur de Berlin qui, paradoxalement, a remis en cause cette hégémonie en lui faisant perdre sa justification politique.

⁷ Cf. Théret (dir.), 2007, plus particulièrement vol. II. et Bignon, Dehay et Orléan (2007).

Graphique 1 - Le taux de change réel euro-dollar (1979-2003)

En logarithme



Source : Goux (2005).

Selon D. Bryan et M. Rafferty (dorénavant BR), l'accélération à partir des années 1990, quand le dollar est au plus bas, de la croissance du système des dérivés financiers globalisés témoignerait de la construction d'une telle forme de monnaie internationale autoréférentielle, « les dérivés financiers permettant au capital et aux marchandises de circuler "comme si" il y avait un ancrage unique de la monnaie dans l'espace mondial » (Bryan et Rafferty, 2007 : 154). Pour ces auteurs, en effet, les dérivés financiers sont une nouvelle forme distinctivement capitaliste de monnaie adaptée à l'étape actuelle du capitalisme et à sa régulation globale, forme « appropriée au monde qu'elle sert, reflète et reproduit » (ibid.). On peut néanmoins se demander s'il agit véritablement d'une monnaie au sens conventionnel qu'a pris ce mot au stade actuel du capitalisme. En particulier, la question se pose de savoir si la « fonction » de réserve de valeur des monnaies nationales peut être « assurée » par une simple couverture par des marchés à terme contre des pertes de valeur du capital-argent liées aux risques de change et de taux d'intérêt. Ne s'agit-il pas plutôt, dans la ligne des idées défendues par la *New Monetary Economics* (dorénavant NME), d'en finir avec la monnaie, ce signe de richesse pourtant intrinséquement inutile et que la théorie de l'équilibre général ne peut pour cette raison intégrer à sa représentation des marchés autorégulés ? En particulier, n'observe-t-on pas

que le fait que l'attribut traditionnel de la monnaie capitaliste, le fait qu'elle soit la réserve de valeur, soit remis entre les mains de marchés de produits dérivés sensés assurer « l'allocation intertemporelle des ressources » (Benetti, 2001, p. 94), s'accompagne de l'idée qu'une monnaie internationale publique est désormais inutile ? Et n'est-il pas frappant que la NME qui projette d'instituer un « monde sans monnaie » prenne son essor – dans les trois principaux *think tanks* académiques néolibéraux que sont l'université de Chicago, le MIT (Harvard) et Stanford – en même temps qu'y est inventée la *Financial Economics*, techno-science de la finance qui, quant à elle, vise à rationaliser le fonctionnement des marchés financiers et l'industrie des produits dérivés ?

1.2. Le système des produits financiers dérivés comme nouvelle forme du système monétaire international

BR affirment avec force le caractère monétaire du système d'ensemble des produits financiers dérivés, système propre à un capitalisme mondial confronté au problème de la valeur de la monnaie internationale dans un contexte de taux de change flottants (variables et volatiles). Pour ces auteurs,

« quand la monnaie est dénommée en multiples unités de compte, la question se pose du processus proprement monétaire qui les réconcilie. (...) Pour les dérivés, à l'évidence, des taux de change volatils (et différentes monnaies affectées de taux d'intérêt différents) sont leur *raison d'être*. En faisant le pont entre différents taux d'intérêt et taux de change, les dérivés assurent la continuité globale du système monétaire, système dans lequel il n'y a pas de monnaie de compte unique, digne de confiance et stable » (Bryan et Rafferty, 2007, p.145).

Pour BR, les dérivés financiers tiennent un rôle général de monnaie qui leur vient moins de leur liquidités⁸ dont témoigne leur énorme utilisation journalière⁹ que

⁸ « La liquidité est une notion prospective qui dépend avant tout des jugements face à l'incertitude. Est liquide du point de vue d'un agent économique, tout actif financier capable de donner accès aux moyens de paiements internationaux à une date future indéterminée, à un coût de transaction faible et sans risque de perte du capital » (Aglietta, 1986 : 21).

⁹ Rappelons que les dérivés financiers sont de deux sortes : 1/les OTC (Over-The-Counter), qui comprennent notamment les CDO et les SIV réputés être les principaux coupables de la présente crise bancaire, sont échangés privativement « de gré à gré » entre banques et avec leurs plus gros clients investisseurs institutionnels et grandes entreprises ; ils prennent leur essor en 1995 dès lors qu'ils sont supervisés par la BRI et croissent à plus de 20% par an depuis, ce qui fait qu'ils représentent « notionnellement » environ 950 mille milliards de dollars en 2007 ; 2/les dérivés échangés dans les Bourses spécialisées qui sont passés de 38 600 milliards de dollars en 1994 à 400 mille milliards en 2007 (Melamed, 2008). En avril 2007, sur un total de transactions quotidiennes de près de 2000 milliards de

« du rôle qu'ils jouent dans la commensuration d'un large ensemble d'actifs financiers (et physiques), dont les monnaies nationales. Ils sont en ce sens une monnaie de la coulisse, assurant que différentes formes d'actifs (monnaies) soient commensurables non pas du fait d'un décret de l'Etat (via des taux de changes fixes), mais par la force de la concurrence. En ce sens les dérivés ont pour effet de fusionner les catégories de capital et de monnaie : ils apportent de la liquidité aux marchés d'actifs financiers, rendent les actifs plus monétaires, et donnent des attributs du capital à la monnaie. (...) Aussi les dérivés apparaissent-ils comme une monnaie ayant des caractéristiques marchandes qui ne sont pas réductibles ni à une monnaie de crédit, ni à une monnaie d'Etat » (ibid. : 153).

Pour BR, les dérivés sont donc une monnaie-marchandise d'un nouveau type qui « au lieu de faciliter la concurrence capitaliste, est elle-même déterminée par les processus concurrentiels du capitalisme » (ibid. : 154). Pour le voir, il faut sortir des conceptions usuelles de la monnaie et considérer que :

L'incertitude de la valeur de la monnaie et les moyens de contrer cette incertitude doivent être mis au cœur d'une théorie moderne de la monnaie, au lieu d'être éliminés par hypothèse au nom de l'abstraction. Au niveau global, la stabilité et l'objectivité de la mesure ne sauraient faire partie de la définition de la monnaie ; ils sont les objectifs auxquels un système monétaire doit arriver par la lutte. (...) Les dérivés, en tant que moyens de contrer l'incertitude, « permettent » par leurs calibrations de présumer conceptuellement d'un standard monétaire stable. Les dérivés peuvent être vus comme une monnaie-marchandise parce qu'ils incorporent la gestion marchande du risque au sein de la monnaie abstraite (ibid. : 149).

Bien que monnaie de papiers (en tant que titres), les dérivés diffèrent du papier-monnaie car leur valeur en unités de compte n'est pas fixée ; au contraire « celle-ci varie dans le cours de leur vie et le contrat lui-même spécifie la formule de cette variation. (...) Ils sont émis et échangés précisément à cause de cette capacité à être recalculés en permanence » (ibid.).

Par ailleurs, pour BR, la propriété critique des dérivés qui leur permet de fonctionner comme monnaie réside dans le fait qu'ils « ne requièrent pas la propriété des actifs sous-jacents, mais seulement l'exposition à des risques particuliers associés à ces actifs » ; cette caractéristique leur « donne leur liquidité et transférabilité », et plus largement, fonde leurs fonctions monétaires (ibid. : 140)¹⁰. Celles-ci sont associées à la

dollars, 15% portent sur des instruments de change, 85% sur des instruments de taux d'intérêt (Aglietta, 2008, p. 64).

¹⁰ « Les dérivés ne sont pas seulement hautement liquides ; parce qu'ils n'impliquent ni propriété, ni possession des actifs sous-jacents, ils peuvent servir d'unité de compte et de réserve de valeur » (ibid. : 142).

double capacité des dérivés à établir des relations de formation des prix par chaînage (*binding*) et alliage (*blending*)¹¹.

Chaînage car « les dérivés, sous la forme des options et des contrats à terme, lient le futur au présent ou différents espaces entre eux via des relations de formation des prix » (ibid.). Ce chaînage du temps et de l'espace par les dérivés, leur capacité de « compression du temps et de l'espace », leur « donne des fonctions de standard pour les échanges monétaires intertemporels et de réserve de valeur » (ibid.).

Alliage par ailleurs, car « les dérivés, tout spécialement les *swaps*, établissent des relations de formation des prix qui assurent une conversion aisée (commensuration) des diverses formes d'actifs financiers entre eux » (ibid.). « C'est sous cet angle qu'ils apparaissent comme une monnaie nouvelle et différente. Les attributs des divers types d'actifs sous-jacents y sont transférés et fusionnés dans un seul et même produit » (ibid. : 141). Et comme « il y a des milliers de dérivés qui allient les caractéristiques de multiples actifs », tous pris ensemble ils « forment un système de dérivés dans lequel toute portion de capital (...) peut être mesurée en permanence à l'aune de toute autre portion » (ibid.). Ainsi, « dans le processus de commensuration des actifs, s'opère une mesure continue de tout capital, sous toutes les formes, en tous lieux et à travers le temps » (ibid. : 142). Ceci vaut en premier lieu pour les monnaies, la finalité des dérivés étant « précisément de convertir différents types, espaces et temporalités monétaires entre eux » (ibid. : 150), d'où leur « rôle d'unification de différentes monnaies » (ibid. : 151). Enfin, cet alliage d'actifs financiers - capitaux et monnaies - par les dérivés « les constitue (eux-mêmes) en capital-en-général en même temps que monnaie ».

Les marchés dérivés créent (expriment) une forme de capital pensée généralement comme pure abstraction (une essence (...)) que tous les capitaux ont en commun. (...) Mais l'acte de commensuration est aussi un processus monétaire, et le fait de la commensuration conduit à fusionner les concepts de monnaie et de capital (ibid.).

Pour BR, ce capital-argent ou argent-capital d'un nouveau type, cette forme de monnaie à la fois spécifique au stade actuel du capitalisme et renvoyant au concept de

¹¹ Distinction proche de celle entre monnaie-chaîne et monnaie-alliance que nous avons nous-même utilisée pour saisir à la fois la variété possible des moyens de paiement émis pour régler divers types de dettes (marchandes versus fiscales) et l'unité du système monétaire assurée par une commune commensuration permettant la convertibilité à taux fixe de ces divers moyens de paiement entre eux (Théret, 1998).

capital en général (au sens marxien), trouve son origine et se reproduit dans la concurrence des capitaux à la recherche de leur valorisation :

Ce qui fait des dérivés financiers une forme proprement capitaliste de monnaie, c'est que leur valeur est déterminée par un processus concurrentiel jouant sur la valorisation relative (performance concurrentielle, présente et anticipée) de leurs différents actifs sous-jacents. (...) Les dérivés sont computationnels, au sens où ils incorporent des systèmes de calcul qui homogénéisent différentes formes de capital relativement à des normes notionnelles de concurrence. Ils sont en ce sens une forme universalisante, distinctivement capitaliste de monnaie. Tandis que l'or et l'argent ainsi que le crédit (usure) sont originellement des formes précapitalistes de monnaie adaptées pour servir à l'accumulation du capital, les dérivés en tant que monnaie incarnent la logique concurrentielle du capital (ibid. : 142).

1.3 . La New Monetary Economics, régime performatif des idées monétaires sous-jacentes à l'émergence du nouveau capitalisme financier ?

La thèse de BR est originale et donne à penser. Peu de chercheurs envisagent en effet le système financier international néolibéral actuel en tant que système monétaire d'un type nouveau¹², le modèle de référence restant celui de l'hégémonie du dollar comme devise clef, en dépit de la grande instabilité à moyen terme de son taux de change vis-à-vis des autres devises. Ainsi la crise financière que nous traversons n'est guère analysée en tant que crise monétaire dans la mesure où elle n'a pas, jusqu'à maintenant, conduit à des mouvements violents et généralisés des taux de change (si on fait abstraction de la forte chute de la livre britannique). Tout comme l'approche régulationniste institutionnaliste de la monnaie qui met en avant le caractère autoréférentiel des monnaies capitalistes, BR attirent l'attention sur cette dimension monétaire sous-jacente à la crise actuelle, et cela bien que leur article ici référencé qui date de 2007 suggère plutôt qu'on est en présence d'un système de monnayage parfaitement adapté à la forme actuelle prise par le capitalisme à l'échelle mondiale.

BR nous rappellent aussi à juste titre que la monnaie telle que nous l'avons connu dans la période de Bretton Woods, monnaie dont les divers attributs – compte, paiement, réserve de valeur – apparaissent concentrés sur les mêmes instruments, n'est qu'une forme contingente de monnaie, propre à cette période. Elle ressort de l'histoire plutôt que

¹² Ils ne sont cependant pas les premiers à avoir considéré les dérivés financiers comme une monnaie. Cf. entre autres Pryke. et Allen (2000), LiPuma et Lee (2005).

de la nature – i.e. des propriétés génériques - de la monnaie (Helleiner, 2003). Ainsi l'unicité de l'unité de compte n'est pas un donné de toute monnaie, mais le résultat d'un régime de monnayage qui est un compromis entre des logiques de monétarisation possiblement antagoniques. En fait la lecture monétaire des dérivés que proposent BR dégage un fort parfum « Renaissance », époque où les monnaies des marchands s'affrontent à celles des Princes (Boyer-Xambeu et *alii*, 1986); elle évoque irrésistiblement l'époque des lettres de change et du dualisme monétaire.

L'idée que les dérivés sont une monnaie, ou plutôt un système monétaire, conduit en effet à penser que les dites « fonctions canoniques » de la monnaie capitaliste sont assurées par des monnaies différentes : les moyens de paiements restent les devises nationales ; les produits dérivés sont les moyens de réserve au moyen desquels la valeur est conservée dans l'espace-temps du capitalisme global ; et l'unité de compte de référence avec laquelle est évaluée la valeur « conservée » est « notionnelle », elle n'est pas nommée, c'est une présomption conceptuelle, un effet imaginaire de système, un « tout se passe comme si » elle était présente dans les coulisses du système des dérivés sans être jamais dénommée. Bref, si ce n'est pour ceux qui confondent théorie et doctrine, la non fongibilité des monnaies internationales ne fait pas problème d'un point de vue historique et théorique, et cela d'autant plus qu'on est dans l'arène internationale où pouvoir et/ou autorité souveraines font défaut.

La thèse de BR rentre enfin en résonance, on l'a déjà suggéré, avec le discours de la *New Monetary Economics* (NME), courant de pensée qui trouve sa source dans les années 1950 et 1960 chez des auteurs généralement considérés comme keynésiens, puis se développe sous une forme libertarienne à partir de 1970 simultanément, et en relation étroite selon nous, à l'émergence de la dite *science of finance* (*Financial Economics*, dorénavant FE) qui est à la source du développement des produits financiers dérivés¹³.

¹³ La NME est restée un courant minoritaire au plan académique dans la mesure où elle rompt avec les présupposés communs aux monétaristes et aux keynésiens et où elle développe une conception libertarienne radicale du laisser-faire en matière monétaire. Outre Black et Fama, Boschen (1988) y inclut Hall (1982), Greenfield et Yeager (1983), Cowen et Kroszner (1987 et 1990), et l'école des restrictions légales de Minneapolis avec Sargent et Wallace notamment (Cowen et Kroszner, 1987 ; Boschen, 1988). Néanmoins l'école des restrictions légales s'intéresse à la question de l'intégration dans la théorie de l'équilibre général de la « monnaie-réserve de valeur », en mobilisant des modèles à générations imbriquées, alors que l'approche BFH des systèmes de paiements concurrentiels s'intéresse à la neutralisation de la « monnaie-moyen d'échange » pour reprendre la distinction de Benetti (2001).

L'effet d'écho est tel qu'on peut conduit à penser que BR prennent pour argent comptant – moyennant une réinterprétation en termes marxistes - les théories des économistes ultralibéraux adeptes des anticipations rationnelles et partisans des monnaies concurrentielles. Mais, loin de leur reprocher, il faut mettre ce rapprochement à leur actif dans la mesure où cela renforce leur thèse que les dérivés sont un système monétaire. Car non seulement ce sont les mêmes idées qui fondent FE et NME – notamment celle de friction introduite par Hicks en 1935 (biblio) pour intégrer la monnaie dans la théorie de l'équilibre général, et le dit théorème de Modigliani-Miller (1965) (spécifier) -, mais ce sont aussi les mêmes personnes qui sont parmi les principaux penseurs tant de FE que de NME, à savoir Fischer Black et Eugene Fama¹⁴, ce qui suggère des interférences entre les deux paradigmes au moins dans la tête de ces derniers. Le point de vue de BR sur le système financier des dérivés comme système monétaire international conduit alors à considérer que le modèle BFH (Black-Fama-Hall) qui est au cœur de NME a peut-être été aussi (partiellement) performatif que l'a été FE avec le CAPM (Sharpe-Lintner-Treynor-Black) et le modèle BSM – Black-Scholes-Merton - de détermination du prix des options (comme l'a montré McKenzie,).

Encadré sur Fischer Black et Eugene Fama

Fischer Black¹⁵ (1938-1995), Ph.D. en mathématiques appliquées (Harvard 1964), a fait des allers et retours entre finance pratique et finance académique. Après sa thèse, il rentre chez A. D. Little, firme réputée de conseil économique et financier où il travaille avec Jack Treynor, économiste non académique qui, le premier (selon Mehrling, 2005), a formulé le CAPM (1962). Il crée ensuite sa propre firme *Associates in Finance*, et rentre en 1971 comme professeur à *Graduate (Booth) School of Business* de l'université de Chicago (fief de Merton Miller, de Myron Scholes et d'Eugene Fama), puis de 1974 à 1984, rejoint la *Sloan School of Management* au MIT (fief de Franco Modigliani où Robert C. Merton a fait sa thèse). Puis il rentre chez Goldman Sachs en 1984 où il reste jusqu'à sa mort. Black est « considéré comme l'un des pères fondateurs de l'ingénierie

¹⁴ Paradoxalement parmi les économistes académiques qui ont profondément marqué le développement de FE et NME, ce sont les seuls à ne pas avoir reçu le prix de la Banque de Suède en mémoire d'Alfred Nobel, le premier en raison de sa mort prématurée, le second pour des raisons inconnues en dépit du fait qu'il ait fait toute sa carrière à l'université de Chicago, principale écurie pour ce type de prix.

¹⁵ Sur Fischer Black, voir Merton et Scholes (1995), et surtout Mehrling (2005).

financière moderne » et le responsable, avec Myron Scholes et Robert C. Merton, de la formule de tarification des options qui passe pour avoir révolutionné la finance moderne (Merton et Scholes recevront en 1997 le prix Nobel de la Banque de Suède pour cette formule). Black, qui avant sa thèse a travaillé dans le domaine de l'intelligence artificielle et est passé par la RAND, a aussi été l'auteur d'un projet de bourse des valeurs entièrement automatisée. La pensée monétaire de Black, largement influencée par sa pensée financière selon Mehrling (2005), s'oppose tant au monétarisme (à Chicago, il s'oppose à Friedman) qu'au keynésianisme (au MIT, il s'oppose à Modigliani) ; elle se développe dans la lignée des travaux de J. Gurley et E. Shaw (*Money in a Theory of Finance*, 1960), J. Tobin et D. Patinkin. Son premier article, daté de 1970, où il plaide pour un monde sans monnaie (« dans son sens usuel », 1970, p. 168) est l'article de référence pour la NME qui va se développer dans les années 1980, notamment sous la forme du modèle dit BFH (Black - Fama - Hall) labellisé ainsi par R. Greenfield et L. Yeager (1983).

Eugene Fama, Ph.D. en économie et finance (Chicago, 1963) (thèse intitulée « The Distribution of the Daily First Differences of Stock Prices : A Test of Mandelbrot's Stable Paretian Hypothesis », débute sa carrière universitaire dès la fin de sa thèse à la *Graduate School of Business* de l'université de Chicago et il y reste pendant toute sa vie académique. Fama passe quant à lui pour être le père de l'hypothèse d'efficience des marchés (EMH), hypothèse qui va fonder le développement de FE en tant que technoscience de gestion des actifs boursiers. Il associe étroitement cette hypothèse à la théorie de l'équilibre général, en montrant que EMH ne peut être rejetée sans que soit rejeté simultanément le modèle d'équilibre général des marchés pour la fixation des prix. En matière monétaire, Fama publie son article séminal en 1980, article qui s'inscrit dans la perspective tracée par Black mais cherche néanmoins à établir un compromis avec la position de Friedman. En 1982, il participe avec Booth à la fondation de Dimensional Fund Advisors, une firme de gestion d'actifs qui exploite ses idées et dont il est encore directeur.

Le modèle BFH envisage une économie sans monnaie en son sens actuel, ie d'une monnaie nécessairement publique – bien public - et gratuite si l'on peut dire, c'est-à-dire

non porteuse d'intérêt, ce qui est un péché mortel pour les économistes orthodoxes qui hors du marché libre ne voient point de salut.

L'influence théorique serait plutôt en ce cas le modèle dit BFH (Black-Fama-Hall) présenté par (Greenfield et Yeager, 1983) de dualité monétaire où « l'unité de compte est définie de manière abstraite et sans aucun support » (Le Maux, 2007, p. 986), où il n'y a pas d'autorité politique émettant de monnaie et où les moyens de paiement (d'échange) sont des titres représentatifs de parts dans des fonds communs de placements.

Un fonctionnement autoréférentiel « en régime » de la monnaie internationale au sein de la finance globale, grâce à la mobilisation de l'infrastructure institutionnelle, intellectuelle et matérielle de l'industrie financière des dérivés qui permet de passer outre l'absence d'une monnaie de compte unique, serait donc possible.

Mais s'agit-il véritablement de monnaie au sens où on l'entend habituellement ? La notion de monnaie a-t-elle d'ailleurs un sens précis ?

Cela dit ceux-ci cherchent à évacuer la monnaie par la porte mais elle revient par la fenêtre, cf. Black 1970. Thuriféraire de l'équilibre général et ne supportant pas l'idée de déséquilibre, la solution à l'incapacité d'intégrer la monnaie dans le modèle néoclassique consiste à la supprimer réellement (dans les utopies) .

Restrictions légales

Cela dit, l'instabilité monétaire et/ou financière chronique qui prévaut depuis plus de trente ans et le caractère sismique de la crise financière en cours obligent à douter que les dérivés financiers puissent être la base d'un nouveau régime monétaire international stable et donc d'une nouvelle régulation du capitalisme à l'échelle mondiale. Pour autant, cela n'implique pas de récuser qu'ils puissent constituer une nouvelle forme « intangible » de monnaie, portée par des acteurs tentant de « performer » l'idéal libéral du marché autorégulateur. On peut même discerner dans la globalisation financière deux voies concurrentes en la matière.

La première qui est celle des crises indéfiniment répétées, est tendue vers la réalisation dans l'espace international du rêve hayekien de la concurrence entre monnaies parallèles¹⁶. La seconde consiste à tenter de faire émerger du jeu des marchés financiers,

¹⁶ Cf. (Hayek, 1978) et pour sa critique (Le Maux, 2007).

avec l'aide des mathématiques et des nouvelles technologies d'information et de communication, une monnaie globale, nouvelle forme d'argent-capital dérivée des monnaies nationales en concurrence et capable d'unifier le capitalisme à l'échelle mondiale.

1.4. Un argent-capital fruit d'un monnayage international de qualité douteuse

La réflexion de BR en tant que telle et en tant qu'elle rend compte d'une certaine performativité de la NME, constitue donc un apport important. Elle dévoile en quelque sorte la philosophie, le projet monétaire sous-jacent aux régimes de changes flottants d'un capitalisme arrivé au stade de l'accumulation de droits de propriété intangibles, c'est-à-dire de l'appropriation privée et de la valorisation dans le présent de droits sur des sources futures et virtuelles de revenus¹⁷. Toutefois, pour soutenir leur thèse du caractère fonctionnel au capitalisme d'un tel système monétaire international, BR sont obligés de secondariser les dimensions politiques et éthico-symboliques de la monnaie, d'une manière similaire à celle de l'économie standard.

Tant la science de la finance que la nouvelle économie monétaire témoignent de cette émergence de l'autoréférentialité de la monnaie au plan international. Ces nouvelles doctrines économiques en proposent un traitement spécifique dans le cas du corpus standard physicaliste de la théorie de l'équilibre général, traitement qui consiste à objectiver le futur en faisant comme si on pouvait le considérer comme certain par un calcul de probabilité incorporé aux instruments monétaires eux-mêmes. Elles permettent de passer d'une autoréférentialité de la monnaie de type intangible, renvoyant à une futurité marquée par l'incertitude radicale et à une conception éthique de la probabilité, à une autoréférentialité de type incorporel, la monnaie étant incorporée dans des instruments évaluable à leur valeur certaine par le marché grâce à la mobilisation d'une conception stochastique de la probabilité (renvoyer ici à Maurer, 2003, et Mirowski, 2002). Ce que A. Orléan déduit de son analyse de la philosophie des modèles néo-classiques à générations imbriquées vaut ainsi tout autant pour celle de la NME et du modèle BFH : la monnaie autoréférentielle y apparaît en tant que

¹⁷ La notion de propriété intangible et de son rapport à la « futurité » a été développée par Veblen et Commons. Pour son application à la financiarisation actuelle, cf. (Pineault, 2002).

(...) monnaie purement instrumentale qui acquiert sa qualité de monnaie sur la base d'une représentation d'elle-même en tant que pur instrument. Elle peut être dite "autoréférentielle" en tant qu'aucun point de repère extérieur à l'économie, aucun projet politique, aucune valeur sociale n'y sont appelés pour en légitimer l'existence. Seul l'intérêt direct des échangistes y est pris en compte. La monnaie autoréférentielle pense une médiation strictement économique et contractuelle. Aucune forme de garantie symbolique n'est exigée. Les agents se perçoivent les uns les autres comme des sujets rationnels uniquement mus par la recherche de la maximisation de leur profit. (...) Dans cette perspective, la monnaie autoréférentielle doit être comprise comme l'expression d'un projet spécifique d'organisation sociale qui cherche à isoler la sphère économique de toute perturbation extérieure, principalement politique, venant troubler la logique contractuelle et ses valeurs individualistes" (Orléan, 1998, pp. 379-380).

Or une telle monnaie autoréférentielle

qui ne propose aux hommes que son absolue neutralité, son impartialité sans défaut, son silence, conduit à penser une souveraineté qu'on pourrait dire purement abstraite dans la mesure où ne s'y trouve présente aucune représentation de la totalité, que ce soit en tant que projet politique ou que solidarité collective. La monnaie n'y veut être autre chose qu'un instrument serf et fidèle, permettant les transactions sans perturber le fonctionnement des marchés" (ibid., p. 383).

Il résulte qu'il est difficile de suivre BR lorsqu'ils suggèrent, à quelques remarques près, qu'un tel système monétaire, inhérent à leurs yeux au capitalisme arrivé à son stade financier de développement, peut être stabilisé et fonctionner en régime, en résolvant ainsi le problème de l'institution d'une monnaie internationale autoréférentielle de réserve¹⁸. Ce système a désormais fait clairement la preuve de son instabilité et les règles de monnayage qui le fondent ne semblent pas susceptibles de fournir le cœur d'une régulation internationale, et cela pas seulement parce qu'il fait de la concurrence son principe constitutif.

Il semble en fait qu'en mettant à jour la dimension monétaire du système financier globalisé actuel, BR se soient laissés enfermer dans ce système et la théorie monétaire « alchimique » qui le fonde. Ils passent de ce fait largement sous silence les conditions politiques et symboliques de stabilité de tout système monétaire, et ne se posent pas notamment la question de la confiance dans la monnaie. Préoccupés à montrer l'originalité du système mis en place et l'incapacité des théories monétaires hétérodoxes (anglophones) à en rendre véritablement compte, ils sont conduits à éliminer la question

¹⁸ L'article de BR a été publié en février 2007, soit quelques mois avant que n'éclate la crise des *subprimes*.

des conditions sociologiques de viabilité du système dont ils dévoilent le caractère monétaire.¹⁹

La question de la confiance est réduite à celle relative à la valeur des formules mathématiques servant de référence pour la fixation des prix des dérivés ; la question de la monnaie comme lien social et de la formation de la communauté de paiement est renvoyée à un univers concurrentiel où interdépendances et production d'un ordre négocié par l'action collective ne sont pas pris en considération. La conception de la monnaie qu'on défend ici conduit au contraire à placer au centre de l'analyse de telles dimensions.

Quelle que soit la forme de son monnayage, la monnaie est toujours intrinséquement fiduciaire, elle est confiance (Aglietta et Orléan, 2002), sa valeur dépend de la légitimité de ses émetteurs et de ses règles d'émission. Elle est ultimement fondée sur une « foi sociale » (Simiand) dans sa capacité à relancer de concert les cycles privés et publics de dettes/créances. Cette affirmation requiert un concept de confiance dont la portée va bien au-delà de la notion de crédibilité privilégiée par les économistes (crédibilité des pouvoirs publics essentiellement, car celle des marchés, par hypothèse rationnels et efficaces, n'est jamais remise en cause, si ce n'est au plus fort des crises). On peut ainsi, empiriquement et théoriquement, distinguer trois formes de cette « foi sociale » : la confiance méthodique, mimétique et routinière, à fondement économique (*confidence*) ; la confiance hiérarchique, à fondement politico-juridique (*credibility*) ; la confiance éthique, à fondement éthico-symbolique (*trust*).

Il y a confiance méthodique quand une monnaie est acceptée de façon routinière dans les paiements parce que tout un chacun s'attend à ce que tout autre l'accepte à la même valeur dans les échanges économiques. Il y a confiance hiérarchique quand une monnaie est acceptée parce que la crédibilité de ses émetteurs est garantie par un pouvoir collectif, à l'échelle de la communauté de paiement, qui inspire confiance (le pouvoir souverain ou un de ses agents). Et il y a confiance éthique quand la monnaie est acceptée parce qu'elle est distribuée en conformité avec les valeurs et normes éthiques sur lesquelles repose la

¹⁹ « Issues of trust, which are important in the money tradition of Simmel, break down when currency rates of conversion are beyond social (national state) control and are unpredictable. (...) When money is denominated in multiple monies of account, we have to ask what is the process, internal to moneyness, which reconciles these multiple monies of account. An answer cannot be (...) provided within a social relations theory of money » (BR, 2007, p. 145). Là encore BR sont proches de BFH, pour qui

communauté d'appartenance dans laquelle cette monnaie est reconnue comme valable, ce qui implique que les pouvoirs hiérarchiques réglant et garantissant la qualité du monnayage soient légitimes.

Considérons alors la mesure dans laquelle est assurée ou substituée la fonction de réserve de valeur de la monnaie. A partir du moment où l'argent circulant dans l'espace mondial prend la forme de monnaies d'origine territoriale qui sont toutes référées à elles-mêmes par le biais de leur futurité propre, sa valeur ne peut plus être stabilisée et garantie autrement que par la réévaluation-réactualisation continue de ces futurités différenciées par la finance de marché²⁰. Mais le simple fait d'indexer en permanence les moyens de réserve pour garantir contre l'instabilité des valeurs des monnaies courantes les valeurs des dettes de paiement ouvertes par les transactions marchandes, est un aveu de la perte de toute « fonction » stable de réserve de valeur. Dès lors que la monnaie n'est plus fondée sur une unité de compte servant de « mémoire » (Hart, 2000) d'une valeur passée, mais pur produit du futur, de la futurité (fruit d'un calcul d'actualisation d'une valeur future supposée anticipable rationnellement), elle n'a plus d'antériorité et perd *de facto* sa capacité à être un moyen de réserve²¹ ; la finance ne fait plus alors « qu'assurer » la poursuite des transactions marchandes et la préférence pour la liquidité dans un contexte d'incertitude radicale (associé à la situation agonistique généralisée qu'est la

²⁰ « L'incertitude concernant la valeur de la monnaie et les moyens mobilisés pour contrer cette incertitude doivent être au cœur d'une théorie (moderne) de la monnaie, et non pas simplement évacuée par hypothèse au nom de l'abstraction. Au niveau mondial, par conséquent, la stabilité et l'objectivité de la mesure de la valeur de la monnaie ne peut faire partie de sa définition ; elles sont ce que le système monétaire doit permettre d'obtenir » (BR, 2007, p. 149).

²¹ « Le caractère autoréférentiel de la monnaie imaginaire, argumente Rotman, est porté à un niveau supérieur dans le commerce contemporain des monnaies reposant sur des produits dérivés. Les titres d'échange à terme des monnaies font du *medium* d'échange – la monnaie – un bien à échanger. Ce faisant, ils rompent tout simplement la capacité présumée de la monnaie à indexer la « valeur » des biens et services échangeables. Il n'y a pas de distinction entre des choses déjà là et les signes qui les représentent, paradoxe de la référentialité qui devient encore plus prononcé quand la valeur courante de la monnaie, sa capacité à signifier, est déterminée par ses états futurs potentiels : quand les dérivés monétaires dépendant des anticipations et valeurs futures déterminent les configurations présentes de la valeur, du risque et du profit. Le « scandale » de la monnaie imaginaire au XIX^{ème} siècle était qu'elle pouvait être accrue par fiat sans être adossée à des espèces inconvertibles telles que l'or ou l'argent. Elle se crée elle-même à partir de rien. Le « scandale » de ce que Rotman appelle la « xénomonnaie », i.e. de la monnaie fabriquée par les produits dérivés de la fin du XX^{ème} et du début du XXI^{ème} siècles, « est le fait que c'est un signe qui se crée lui-même à partir (*out of*) du futur » : « tout état particulier futur de la monnaie quand il se produit ne sera plus quelque chose « d'objectif », un référent extérieur attendant là, déterminé par des forces marchandes « réelles », mais aura accédé à l'existence par la propre activité du marché monétaire destinée à prédire sa valeur. Les stratégies, s'appuyant sur les options et les *futures*, de spéculation et d'assurance contre les pertes monétaires causées par la volatilité des taux de change et d'intérêt deviennent une part intrinsèque de ce qui détermine ces taux » (Rotman, 1987 :96) » (Maurer, 2002 :18).

mondialisation néolibérale) quant à la valeur des moyens de paiement. La chaîne des réassurances des risques de pertes de valeur (de chutes de prix) par l'émission de produits dérivés a pour fonction de créer l'illusion que ce n'est pas le cas, illusion qui touche les financiers eux-mêmes (au point que dans l'actuelle crise financière, ils sont incapables d'estimer le niveau de leurs pertes). Dit autrement, les opérateurs financiers, qui se disent « porteurs professionnels de risques » (de Goede, 2005), ne font en fait qu'entretenir la croyance qu'ils sont capables de prendre sur eux les risques de perte de valeur des monnaies nationales en prétendant « assurer » par là que les autres agents économiques puissent continuer à commercer à l'international sans se soucier de savoir si oui ou non ces monnaies peuvent encore fonctionner comme réserves de valeur.

De fait, les dérivés financiers ne sont pas de meilleurs moyens de réserve que les monnaies nationales. En témoignent les coûts de transaction associés à leur création et leur dérive (hyper)inflationniste. En raison du recalcul permanent de leur valeur, les dérivés sont moins réserve de valeur qu'accumulation de valeur virtuelle (inflation des titres), valeur qui doit être prélevée en dehors de la sphère financière sauf à entrer dans une bulle spéculative. **Il y a peut-être ici contradiction en leur rôle (assurantiel) de réserve et leur fondement capitaliste en tant que moyens propres d'accumulation de capital (comparer avec l'or). Ils fondent un prélèvement permanent et croissant de la valeur créée par la mise au travail de la population dans les entreprises productrices des titres de créance-dette sous-jacents aux dérivés.**

Par ailleurs, les dérivés n'étant pas directement des moyens de paiement, il y a dépendance maintenue de la liquidité financière vis-à-vis de la liquidité monétaire dont la production obéit à d'autres lois et régulations (cf. collatéraux, appels de marge, *cash settlements*). Les dérivés apparaissent alors plutôt comme des monnaies de substitution ou de secours qui permettent au capital de se passer d'une monnaie de réserve internationale au prix de coûts élevés de transaction et d'une inflation nominale des titres qui finit nécessairement par aboutir, comme dans toute hyperinflation, à leur dévalorisation brutale.

Pour ce qui concerne les moyens de paiement que sont les devises nationales, leur pluralité et la variabilité de leurs taux de change constituent une menace permanente de fractionnement de l'unité de compte notionnelle des dérivés que la concurrence ne peut

véritablement réguler, compte tenu du défaut de confiance hiérarchique que cette concurrence implique. La question se pose donc de l'efficacité d'un régime de monnayage intégralement privatisé et concurrentiel. Une solution au problème des changes flottants purement endogène à l'économie capitaliste peut-elle être stable et viable sans crise majeure susceptible d'emporter l'ensemble du système ? L'histoire passée et la conjoncture présente incitent à répondre non à cette question.

Enfin, concernant l'unité de compte internationale implicite au système des dérivés, le fait qu'on ne peut que présumer son existence et non la nommer est la source d'un défaut de confiance éthique dans le système monétaire international ; la référence à l'éthique de l'efficacité des marchés et de la concurrence ne peuvent valoir au mieux que pour la communauté des seuls opérateurs financiers et pour les seuls moments où les hypothèses qui fondent les procédures assurantielles contre les fluctuations des taux de change et d'intérêt sont *grosso modo* avérées. De plus l'espace mondial n'est pas qu'économique ; les Etats y poursuivent des fins propres. Ils peuvent certes trouver dans les marchés financiers de dérivés des assurances concernant leurs financements, mais la logique autoréférentielle de développement de ces marchés n'en reste pas moins aliène à la rationalité politique propre aux Etats. Notamment, d'un point de vue politique et symbolique, l'absence de dénomination d'une monnaie de compte internationale est un obstacle à l'ancrage des monnaies nationales et à la constitution d'un ordre international pacifié.

En définitive, l'approche de la monnaie par la différenciation des formes de la confiance conduit à diagnostiquer une incomplétude radicale du monnayage international résultant du développement des dérivés financiers. Un tel monnayage ne peut s'appuyer au mieux, en pratique, que sur une confiance méthodique mimétique sujette aux caprices des opinions. Il est également indexé à une performativité intégrale et continue des modèles théoriques servant de référence aux opérateurs financiers, c'est-à-dire au fait que leurs hypothèses de base se révèlent *in fine* réalisées à défaut d'être a priori réalistes²².

²² Les quatre grandes hypothèses de ces modèles sont d'une part que les fluctuations de prix des actifs ressortent d'un mouvement brownien et suivent donc une loi statistique lognormale, d'autre part que les coûts de transaction sur les marchés financiers sont nuls, qu'il est toujours et indéfiniment possible d'emprunter ou de prêter toute somme d'argent, quelque soit son montant, au taux d'intérêt de base (sans prime de risque), et qu'il existe des arbitragistes toujours capables d'exploiter et donc d'éliminer les écarts de prix entre les options et les titres qui les sous-tendent ou qu'ils représentent (Mackenzie, 2001 : 131).

Or, comme l'a montré D. Mackenzie dans ses divers articles sur la question (cf. notamment 2001 : 133-134), bien que la performativité de la théorie financière se soit révélée bien réelle, elle n'a aussi été que partielle et discontinue car remise en cause de façon récurrente par les krachs financiers.

Certes toute monnaie internationale ne peut être que la monnaie d'une société sans Etat et souffre donc structurellement a priori d'un déficit de confiance hiérarchique et de confiance éthique puisque l'espace mondial est un espace où il n'y a ni souveraineté temporelle indiscutable, ni société civile universelle organisée. Néanmoins, comme le montrent les fonctionnements monétaires de certaines sociétés sans Etat, de telles formes supérieures de la confiance y sont aussi nécessairement présentes (de Coppet, 1998; Théret, 2007)²³. Le droit et l'éthique sont en effet actifs dans de telles sociétés, ce par quoi elles illustrent "l'état de nature" tel que John Locke le concevait. La question de la monnaie internationale de réserve devrait alors conduire à revenir à nouveaux frais sur ce qu'on peut appeler le "problème de Locke" : dans un état naturel d'abondance où les individus présumés égaux ne peuvent pas s'approprier plus de ressources naturelles que ne leur permettent leurs forces individuelles limitées, comment l'invention d'une monnaie d'échange mais dotée d'un pouvoir de réserve qui conduit à des inégalités sources de conflits entre les individus, peut-elle être maîtrisée afin que la société ne sombre pas dans un état hobbesien de lutte de tous contre tous ? La réponse de Locke est certes qu'il faut alors inventer un gouvernement civil capable de faire respecter les droits monétaires de chacun, mais aussi, ce qui a été largement oublié, que la monnaie de compte doit avoir une valeur immuable, éternelle, non fondée dans l'économie mais dans l'éthico-symbolique, l'étalon monétaire servant de mythe fondateur du pacte sociétal que le gouvernement civil émergent doit entériner et respecter pour être légitime (Théret, 2008 : 825-827).

Comme je ne peux ici développer plus avant l'analogie, je pose l'hypothèse que la théorie économique mathématique qui a permis le développement de l'industrie

²³ Dans les sociétés « primitives » sans Etat, la monnaie peut être souveraine et avoir l'exclusivité de la représentation du tout social, les instruments de paiement prenant de multiples formes anthropomorphiques et constituant des objets-monnaie classables en divers types. On peut penser sur ce modèle la société virtuelle internationale des opérateurs financiers avec ses multiples dérivés et ses multiples monnaies de paiement, mais cette société virtuelle ne saurait être confondue avec la société internationale des Etats, avec laquelle en fait elle rentre en conflit au plan symbolique en dépit des alliances qui ont pu se tisser entre elles deux dans la phase néolibérale.

financière dans la mondialisation est à la production d'une monnaie internationale autoréférentielle à partir des produits dérivés ce que l'alchimie a été à la production de l'or à partir du plomb à l'époque de l'étalon or. En témoigne le destin de la formule mathématique de Black-Scholes et Merton donnant le prix d'une option en fonction de celui de l'actif sous-jacent. Cet formule, en effet, a eu ses heures de gloire au point qu'en dépit de son manque de validité empirique, elle a fini par mimétisme par être utilisée directement pour fixer le prix de marché des options et donc devenir performative et vraie (pendant quelque temps). Elle est ainsi devenu le B.A.BA enseigné à tous les étudiants en science financière dans les universités et *business schools*. Et bien qu'après que certaines de ses applications aient été tenues pour responsables du krach de 1987, elle n'ait continué à être utilisée sur les marchés financiers organisés que de manière détournée, moyennant la fixation journalière de la valeur intuitivement anticipée par chaque *trader* de son paramètre concernant la volatilité des marchés (MacKenzie, 2003a : 127-sv.), elle n'en a pas moins continué à régir jusqu'à maintenant les esprits des créateurs de dérivés et les pratiques des opérateurs. Même la faillite retentissante en 1999-2000 de la firme financière LTCM gérée directement par M. Scholes et R. Merton, devenus entretemps Prix (quasi)Nobel d'économie et principaux dirigeants de ce fonds, n'a pas eu raison de l'emprise de la doctrine d'efficience des marchés financiers portée par ces grands prêtres de la théorie financière. Cette résilience elle-même, fondée sur l'idée que "la réalité finira bien par imiter la théorie" au fur et à mesure que la spirale des innovations financières se développera (Merton cité par MacKenzie, 2001 : 134), montre la parenté étroite entre les manières de faire de l'argent dans la mondialisation à partir d'hypothèses imaginaires et de formules mathématiques fétichisées et incorporées dans les dérivés, et celles des alchimistes moyen-âgeux convaincus qu'ils pouvaient transformer le plomb en or.

La crise actuelle comme crise éthique de la mondialisation

Evidemment, ce renouveau contemporain dans le domaine financier de l'esprit des alchimistes métallurgistes de la période prémoderne, sa mise en scène paradoxale comme expression d'une hypermodernité autorisée par son usage des technologies les plus sophistiquées du moment, pose des questions éthiques concernant non seulement les

pratiques financières mais aussi les pratiques scientifiques des économistes. Examinons-les pour finir avec la perspective d'en tirer quelques lumières sur les problèmes de stabilité que pose la financiarisation du système monétaire international actuel.

Lorsqu'on s'interroge sur les problèmes éthiques que posent les pratiques financières dans la mondialisation, il vient immédiatement à l'esprit la condamnation aristotélicienne de l'usage pervers de la chrématistique consistant à abuser de la capacité de l'argent à mettre en réserve de la valeur en faisant de son accumulation une fin en soi. L'actuelle mondialisation, en raison du rôle central que la finance de marché y joue, a en effet étendu sans limite le pouvoir de l'argent aux dépens d'une « bonne vie » démocratiquement partagée et de la capacité des pouvoirs politiques légitimes à la protéger. La perversion de la chrématistique y a été exacerbée, ce qui redonne sens à l'argument moral aristotélicien. Mais ce point de vue n'est pas entièrement satisfaisant, car les choses ont changé depuis Aristote et tout particulièrement, depuis la Renaissance, les représentations que les humains se font du monde : passage de l'idée grecque d'un monde clos à celle moderne d'un univers infini ; invention de dettes-créances contractuelles négociables et transférables ; monnaies autoréférentielles, etc. Dans les sociétés capitalistes modernes qui connaissent différents niveaux et ordres institutionnels de socialisation, l'éthique n'est plus réductible à un discours unifié énonçant des principes moraux ultimes de jugement de la conformité des pratiques au maintien d'un ordre social donné. Il existe une multiplicité de formes de l'éthique valant dans divers espaces sociaux. L'argent a sa propre éthique : l'éthique libérale et/ou puritaine de l'accumulation privative de richesse qui fonde un lien social monétaire-marchand sensé conduire non seulement à une production et à une allocation optimales de la richesse sociale, comme chez Mandeville et Smith, mais aussi à un gouvernement civil pacificateur des conflits, comme chez Locke. De même la finance s'est dotée d'une éthique propre qui fonde son caractère moral sur la différenciation de la spéculation financière d'avec les jeux de hasard (de Goede, 2005). Enfin la mondialisation basée sur le libre-échange peut s'appuyer sur l'éthique du « doux commerce » qui a vocation à réguler « l'état de nature » international en menant à la paix mondiale, éthique qu'on trouve chez la plupart des philosophes des Lumières (hormis Rousseau). Au vu de cette

pluralité d'éthiques, celle d'Aristote apparaît spécifique à la relation existant à son époque entre la sphère domestique (*oikos*) et la Cité.

L' éthique, une forme de régulation multiniveaux

L'économie et l'éthique sont pour les économistes des domaines entièrement indépendants de la pensée. Alors que récemment la question des rapports entre droit et économie est devenue un sujet de préoccupation important pour eux, rares sont ceux qui ont étendu à l'éthique ce questionnement. Pour les économistes, l'éthique reste un supplément d'âme, une simple morale jouant à la marge du fonctionnement d'un monde économique régi par le seul calcul des intérêts. John R. Commons est un de ces rares économistes à avoir donné à l'éthique comme au droit une place centrale dans l'analyse du fonctionnement dynamique de l'économie capitaliste. Mais il a été fort peu suivi en dépit de l'importance de ses « *insights* ». En effet il écrivait dans une période de crise majeure des capitalismes américain et mondial, l'entre-deux guerres, période que le discours lénifiant de la science économique postulant l'équilibration naturelle des économies capitalistes par le marché s'est empressé d'oublier. Au vu de la nouvelle conjoncture de crise profonde du capitalisme américain, voire mondial, ses réflexions valent d'être réexaminées.

Pour Commons, penser l'économie en relation avec le droit et l'éthique implique de concevoir cette dernière d'une manière différenciée selon l'échelle (micro-méso-macro) de l'espace social où se déploie l'activité des organisations économiques, qu'il s'agisse d'entreprises marchandes, d'administrations territoriales ou d'associations civiles. Cet auteur développe une conception complexe de l'éthique, définie par rapport au droit. Il en distingue quatre types qui rendent raison des ambiguïtés des usages usuels de la notion. Pour Commons en gros²⁴, l'éthique, comme le droit, s'oppose à l'économie en termes de rationalité du comportement : éthique et droit sont des médiations de l'assujettissement de l'individu au tout social alors que la rationalité économique de la propriété privée consiste à l'inverse à assujettir ce tout à l'intérêt individuel. Mais l'éthique s'oppose par ailleurs au droit en tant que forme concurrente de régulation des pratiques économiques : la force du droit, adossée au monopole légitime de la violence physique, s'oppose à la

²⁴ Pour plus de détail, se reporter à (Théret, 2005).

persuasion, force de l'opinion mobilisée par l'éthique, adossée quant à elle à une menace de bannissement hors du groupe. Pour Commons, « corrélér économie, droit et éthique », c'est alors examiner comment ces oppositions entre les trois domaines peuvent se résoudre de telle sorte que les sociétés capitalistes de marché tiennent.

Cela dit, chez Commons, le sens du mot éthique change selon le niveau de socialité où l'éthique est présentée comme jouant un rôle. Ainsi au niveau des relations interindividuelles, il distingue les “ transactions autorisées ”, dotées d'un caractère légal qui garantit la corrélation nécessaire entre les droits et les obligations respectives des trans-acteurs, et les “ transactions éthiques ”, « non autorisées » et dans lesquelles cette corrélation n'est pas nécessairement assurée. A ce premier niveau, l'éthique renvoie à des droits et obligations subjectifs et aucune autorité ou pouvoir social d'imposition n'est impliqué qui soit susceptible de fixer des limites aux transactions par l'édiction de règles de conduite applicables aux disputes possibles.

Au niveau des entreprises, collectivités publiques, associations, ce que Commons appelle des *going concerns*, organisations dynamiques combinant divers types de transactions (*bargaining, managing, rationing*), l'éthique est au contraire caractérisée par une forme particulière de sanction et d'incitation de l'action, référée à l'opinion collective et à des contraintes de conformité de la conduite individuelle aux règles régissant les organisations, sous peine d'exclusion de celles-ci. Cette définition de l'éthique comme forme spécifique d'imposition de règles de conduite, comme principe d'ordre adossé à une violence symbolique, entre ainsi a priori en contradiction avec la conception précédente.

A un troisième niveau, celui des regroupements par types d'organisation (le monde de l'entreprise, les mondes administratif et associatif), l'éthique est assimilée à la “ subordination de soi aux autres ”, subordination soit volontaire car guidée par la sympathie, soit involontaire car imposée par un pouvoir souverain. Elle est ici un principe de rationalité alternatif à celui du calcul utilitaire égoïste, une forme de rationalité du comportement qui s'oppose à la rationalité économique instrumentale puisqu'elle mobilise un rapport inverse de subordination entre l'individu et le tout, entre le soi et les autres. Sous ce troisième point de vue, l'éthique n'est donc assimilable ni à la subjectivité anarchique des désirs individuels, puisqu'elle se réfère à un principe holiste, ni aux

contraintes de l'opinion collective et de la conformité aux codes de conduite, puisqu'elle est moins sanction que rationalité inhérente à la socialisation des individus.

Enfin, au niveau de la société en tant que tout, l'éthique est vue par Commons comme la forme de l'autorité supérieure, clef de voûte symbolique de la société, ensemble des valeurs et normes sociales constitutives du bien commun partagé par ses membres. A ce niveau, les trois domaines de l'économie, du droit et de l'éthique sont hiérarchisés en valeur, l'éthique dominant le droit qui domine à son tour l'économie, faisant ainsi de l'éthique du bien public (" tel que conçu par les autorités ") une instance supérieure, l'équivalent d'une autorité symbolique qui s'impose à tout pouvoir selon des processus psychiques particuliers.

On peut montrer que ces quatre conceptions de l'éthique non seulement font sens empiriquement, mais aussi sont cohérentes entre elles logiquement, malgré les apparences, dès lors qu'on tient compte de la différenciation et de la hiérarchisation des niveaux de socialité pour lesquelles elles valent (Théret, 2005). L'éthique « moderne » est différenciée à l'image de la société elle-même. Elle se retrouve à tous les niveaux des pratiques des personnes physiques et morales en y faisant sens de manière spécifique.

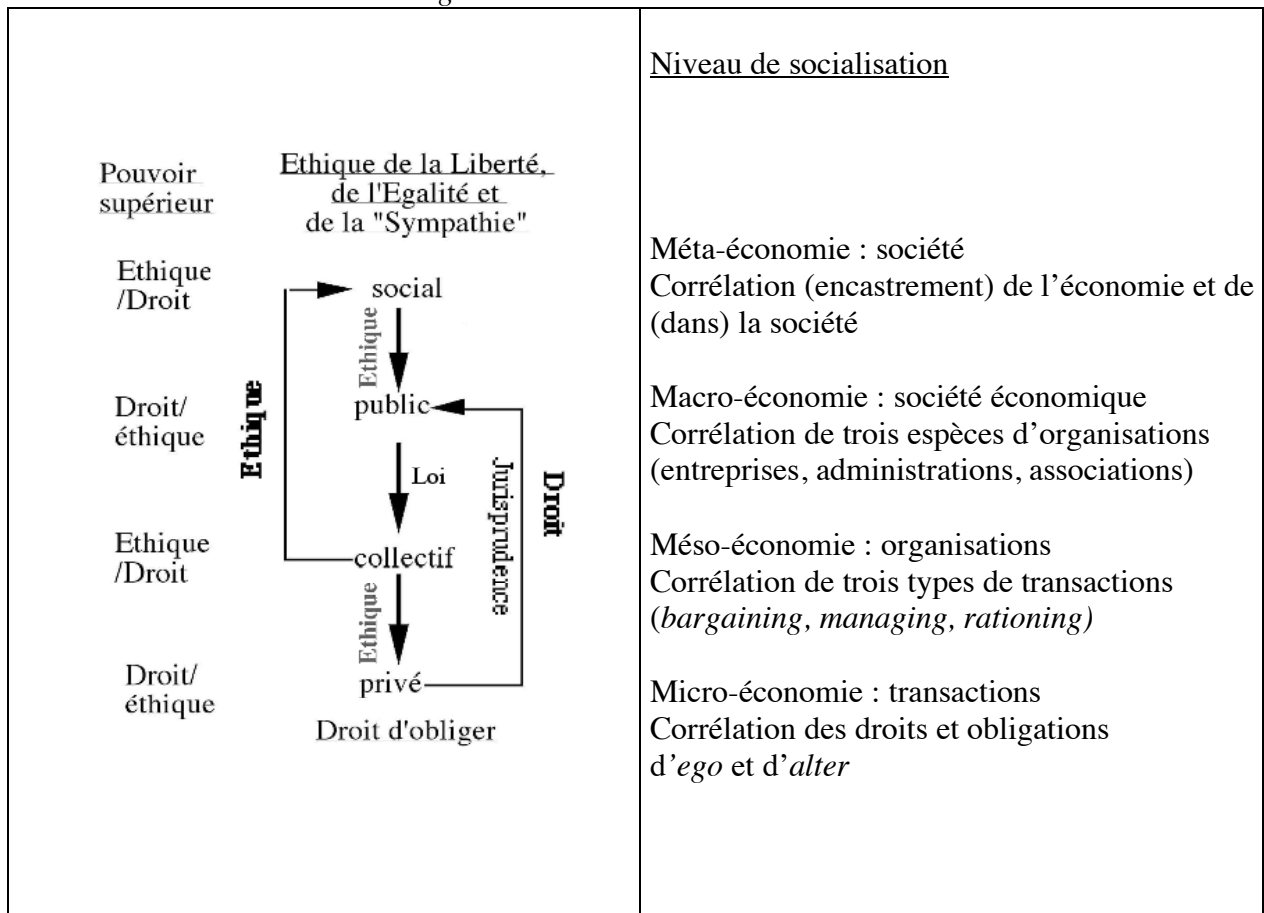
Ainsi a-t-on :

- une *micro-éthique dans les transactions* potentiellement innovantes, mais d'échelle socialement limitée et en attente d'autorisation dès lors qu'elles engendrent du conflit ;
- une *méso-éthique interne aux organisations* utilisant les sanctions de l'opinion collective et du bannissement hors de l'organisation;
- une *macro-éthique de la société économique* qui, à travers l'action des organisations politiques-administratives et culturelles-morales, subordonne à la nécessité de la reproduction sociale les comportements économiques des individus (personnes physiques et morales – corporations -), sinon exclusivement dictés par le calcul de l'intérêt égoïste;
- une *méta-éthique enfin qui tient ensemble la société globale* en définissant les valeurs d'appartenance et le bien public commun à la recherche duquel il est légitime d'assujettir le droit et l'économie.

Quant à la hiérarchisation, la figure 1 suivante en rend compte. L'éthique sociale conforme l'ordre juridique qui, par la forme Loi du droit, impose de l'extérieur aux collectifs organisés (*going concerns*) des règles de comportement dans l'espace public.

Mais ces collectifs restent, dans les limites juridiques imparties, maîtres de se donner leurs propres codes éthiques de fonctionnement interne, lesquels conforment les divers types de transactions privées qui s'y situent et qui peuvent ainsi ne pas être autorisées juridiquement. Par ailleurs, il y a rétroaction des niveaux micro et méso-éthique sur les niveaux macro et méta : les transactions éthiques sont à l'origine d'une création de droit (objectif) par la jurisprudence (ou la *common law*) du fait du risque créé par la non corrélation juridique entre les droits d'*ego* et les obligations d'*alter* dans ce type de transactions ; les éthiques propres aux divers types d'organisations (entreprises économiques, collectivités territoriales, associations) rétroagissent sur l'éthique sociale en fonction des influences variables de ces divers types de collectifs au niveau sociétal. Ces rétroactions ascendantes sont la source d'une évolution de la loi et, par conséquent, de l'éthique des organisations et du degré d'autorisation des transactions.

Figure 1 : Hiérarchie emboîtée de l'éthique et du droit définissant quatre niveaux de régulation sociale de l'économie



Les problèmes posés par le monnayage privé d'une pseudo-monnaie internationale

Si on applique à la finance cette grille d'analyse, on obtient une première approche différenciée de l'éthique financière qui est la suivante :

- Le registre microéthique concerne les *innovations financières non autorisées* mais qui n'en fleurissent pas moins (*futures*, options, *swaps*, etc) jusqu'à ce qu'elles entrent en crise.
- Le registre mésoéthique renvoie à la constitution d'une *déontologie financière* des professionnels de la finance (codes écrits et non écrits de bonne conduite), qu'il s'agisse de celle des « manieurs d'argent », des bourses de valeurs, ou de celle des organisations régulatrices nationales (type Autorité des marchés financiers) et internationales (type Banque des Règlements Internationaux).
- Dans le registre macroéthique, on trouve les *logiques de solidarité, de mutualisation et d'assurance des risques bancaires et financiers*, logiques qui, pour des raisons à la fois endogènes à la monnaie (risques de système dus aux chaînes d'interdépendance entre les émetteurs de « produits » financiers) et exogènes (liens entre finance et productivité économique et entre finance et puissance politique), rappellent que l'argent est un bien public et non seulement un bien appropriable individuellement : *en matière de finance, il est rationnel pour tout manieur d'argent de ne pas adopter un comportement égoïste* mais plutôt de se soumettre aux exigences de la communauté de paiements - pour qu'elle puisse perdurer et lui avec - soit volontairement (mutualisation des risques), soit en raison du risque de *free-riding*²⁵, par la médiation d'une obligation générale de s'assurer (assurance obligatoire et institution d'un prêteur en dernier ressort) ou d'une imposition

²⁵ On peut montrer que du point de vue meso et/ou macro, le *free-riding* n'est pas rationnel, car il est susceptible de se généraliser par imitation et donc de menacer la survie de la communauté et donc des *free-riders* eux-mêmes. « (...) on actual markets (...) some self-regulating effects can be observed as a consequence of the *fair-play* displayed by the actors involved and of what Aristotle called *philia*: their goodwill, their conscious or unconscious efforts to maintain the operation of markets based on trust. Actors strive indeed at keeping the market in good condition, driven no doubt by the selfish concern of being able to pursue their trading, but still effectively acting for the benefit of all. To that extent, an agent's "selfish pursuit of his own interest" is a misnomer as however much selfish the strategy might be in the eye of its beholder, it entails an irreducible element of solidarity with all other actors present on the market to maintain it in a working condition" (Jorion, 2006, pp. 6-7). Jorion en donne comme preuve un interview par Jack D. Schwager du trader Bill Lipschutz, in *The New Market Wizards. Conversations with America's top traders*, New York: Harper Business, 1192.

fiscale.

- Enfin le registre métaéthique – *l'éthique comme ensemble de valeurs et normes supérieures définissant l'appartenance sociale* – se retrouve dans le domaine de la finance dans l'idée que les pratiques financières doivent trouver leurs limites notamment dans les conceptions admises des droits sociaux, des droits de l'homme et des droits des peuples²⁶, limites associées à la reconnaissance de l'autorité éthique (car non adossé à un monopole de la force légitime à la même échelle) qu'est le droit international.

Au niveau micro des transactions, les problèmes éthiques concernent d'abord les dérivés financiers de type OTC faisant l'objet de transactions entre banques et autres grands acteurs économiques, transactions de gré à gré, « éthiques » au sens de Commons dans la mesure où elles n'ont pas de base juridique, et transactions dont les formes évoluent en permanence avec ce que cela implique d'illégalismes, de dissimulations, de « tromperies sur la marchandise » (cf. Melamed, 2008). Mais les problèmes microéthiques concernent aussi les transactions sur les marchés financiers organisés, comme en témoigne l'ambivalence des opérateurs sur ces marchés, placés dans une situation d'impossibilité de faire la part dans leurs pratiques entre « arbitrage » (supposé rationnel et sans risque) et spéculation (par essence risquée) (Miyazaki, 2007)²⁷.

Au niveau méso des organisations, des problèmes éthiques se posent aux marchés organisés dans la mesure où ils ne sont pas en état de s'autoréguler en faisant fonctionner leurs propres règles prudentielles. Sur ces marchés en effet, d'une part comme l'ont montré Y. Millo, F. Muniesa et alii (2005), le *trading* et le *clearing* ne peuvent pas être isolés l'un de l'autre, comme c'est le cas pour les chambres de compensation interbancaires, d'autre part, comme l'a montré notamment D. Mackenzie (2003a et b,

²⁶ Stabilité monétaire, création d'emploi, protection de la vie et justice sociale ; tabous concernant le financement des trafics d'armes, de drogues, d'organes, d'influence, la corruption et le blanchiment d'argent impliqué par ces trafics ; limites aux atteintes à la souveraineté des peuples.

²⁷ Cette ambivalence est sans doute à mettre en rapport avec ce qu'on peut appeler une inversion de la logique de l'assurance sur les marchés d'options dès lors que les formules mathématiques de formation des prix d'actifs dérivés élaborées par la théorie financière ont été utilisées par les gestionnaires de portefeuilles. Ont alors été produits des contrats d'options incorporant ces formules de prix et corrélativement construits leurs répliques en termes de portefeuilles d'actifs (*replicating portfolio*) afin de « compenser » (*hedging*) les risques portant sur les options, l'arbitragiste devant alors spéculer sur l'évolution différenciée des prix des deux types d'actifs – dérivés et portefeuilles représentatifs – afin de les égaliser, étant par là-même les acteurs clefs de l'efficacité des marchés (Mackenzie, 2001 : 133). A ainsi été créée une boucle récursive, autoréférentielle, les prix des options influençant en retour les prix des sous-jacents via l'ajustement permanent des portefeuilles répliquant les options.

2004), les prix des options ne peuvent pas en fait être calculés de façon efficiente, ce qui signifie que les interrelations entre marchés financiers primaires et secondaires (dérivés) se sont nullement réglées de manière rationnelle au contraire de ce qui est prétendu. Ainsi dans une large mesure, les marchés de *futures* gèrent moins le risque en cherchant à l'allouer de manière efficiente qu'ils ne le fabriquent :

« A l'opposé de la perception commune selon laquelle les marchés, tout spécialement les marchés de dérivés financiers, ont été créés pour allouer le risque plus efficacement et de manière rationnelle, l'histoire avérée du *clearing* révèle que le risque financier n'a pas été « découvert » et ensuite géré par les marchés, mais dans une large mesure a été fabriqué en leur sein. L'exemple (...) du *clearing* des contrats à terme montre qu'un mécanisme de *clearing* sophistiqué qui traduit l'image d'ensemble du marché en niveaux de marges (dépôts « collatéraux » consignés destinés à couvrir les opérations à terme), a introduit un nouveau risque sur le marché, à savoir la possibilité que des appels de marge rendent beaucoup des opérations des *traders* non profitables. En périodes d'extrême volatilité des marchés, comme l'a montré le krach de 1987 aux USA, les appels de marge (...) ont été porteurs d'un risque systémique tout autant que la volatilité des prix elle-même » (Millo et alii, 2005 : 243).

De plus, « le développement de techniques sophistiquées de *clearing* et l'effacement de ses frontières d'avec le *trading* ne sont qu'une manifestation parmi d'autres du processus par lequel les marchés financiers modernes fabriquent des risques » (ibid.). Car d'une manière générale, les produits dérivés n'ont pas pour office de réduire les risques « puisqu'ils sont sans effet sur les facteurs de risque. Ils les redistribuent des agents qui ne veulent pas les assumer à d'autres agents qui acceptent de le faire. On peut donc dire que les dérivés permettent d'élever le niveau de risque qu'une société assume ... » (Aglietta, 2008 : 62). En fait, la fabrication endogène du risque est une condition nécessaire pour la reproduction et le développement de ces entreprises-marchés que sont les bourses de valeurs, de telle sorte qu'il y a une contradiction entre leur maintien en activité et la logique prudentielle assurantielle qui est censée les régir²⁸. Bref, l'industrie financière transfrontalière fabrique du risque, elle en vit, et sa croissance est croissance de la production de risque. On voit alors les limites de toute déontologie prudentielle propre à ces seules organisations.

²⁸ « C'est le processus de division et de réassemblage de situations incommensurables de risques « qui fabrique l'objectivisation du risque. Aussi, malgré l'apparence naturelle de la catégorie de risque (et de ses sous-types), celle-ci est profondément sociale parce qu'elle est fondée sur un processus que les membres de la communauté financière occidentale se sont ingéniés à inventer dans le cours de leur histoire collective et ont acquis dans le développement de leur vie personnelle » (LiPuma et Lee, 2005 : 414-15).

Au niveau macro, ce qui est en cause au plan éthique est l'hypothèse même des marchés efficients et, ce qui l'accompagne, la logique d'assurance contre les fluctuations de prix des actifs primaires sur la base de leur anticipation prétendument rationnelle. En effet, l'image de la finance efficiente, capable d'évaluer rationnellement les valeurs futures et donc de calculer et marchandiser les risques de fluctuations des valeurs présentes, ne résiste pas à l'analyse des faits et des pratiques effectives dans la sphère financière. Comme l'ont montré plusieurs chercheurs plus préoccupés de faire science que de faire fortune en produisant des formules mathématiques pour le marché, l'incertitude sur les marchés financiers est radicale, la probabilité d'événements extrêmes non anticipables est très élevée (alors que les modèles fondés sur l'hypothèse d'efficience les posent comme totalement improbables), et dans ce contexte, les logiques mimétiques deviennent rationnelles et rendent illusoire toute idée d'assurance contre les fluctuations des prix (de Goede, 2005 ; Mandelbrot, 2004 ; Orléan, 1999 et 2004 ; Soros, 1999 ; Walter, 2004). En d'autres termes, le « hasard boursier » ne suit pas la loi log-normale fétichisée par les économistes financiers faiseurs d'options (Maurer, 2002), il n'est pas gaussien et donc probabilisable, mais il est parétien et « sauvage »²⁹, ce qui implique qu'il n'existe pas de manière rationnelle calculable d'annuler le risque de mouvements erratiques discontinus de prix des actifs à l'origine d'effondrements boursiers (Orléan, 1999). On ne peut donc que tenter de s'assurer politiquement que les coûts des crises de confiance soient reportés sur les plus faibles, les non professionnels, les naïfs, les non ou peu informés, ou/et mutualiser de tels risques par l'intermédiaire d'un refinancement des pertes par les autorités monétaires des pays en état de le faire.

Le CAPM ne recouvre pas la réalité (FAMA)

L'hypothèse des marchés efficients n'est pas réfutable et a parti intrinséquement lié avec l'hypothèse des marchés autoéquilibrés.

Ces outils, modèle prétendument rationnels (voir Jorion,), sont surtout des ressources développées par les universitaires pour mettre la main sur le Trésor (lien directs en

²⁹ « Les produits dérivés, qui sont les instruments de transfert du risque, ne peuvent évaluer que des risques connus. Or les risques globaux qui provoquent les crises financières sont des événements rares et impossibles à anticiper. (...) Il est ainsi impossible de prévoir avec une quelconque précision ce que seront les taux de change entre les grandes devises dans un an. Il s'agit de variables incertaines qui n'ont pas de probabilité empirique à découvrir... Cependant, l'essor des produits dérivés a étendu le domaine des événements qui d'incertains ont été transformés en risques évaluables » (Aglietta, 1986). Cf. également MacKenzy (2003a).

académie et finance, citer). Ils deviennent acteurs directs de la finance, ils sont des ingénieurs financiers, confondant science et commerce.

Salomon, Goldman Sachs, Wells Fargo, Dimensional Fund Advisors, Sharpe, liens de Friedman et de Miller avec le CBOT, le CBOE, et le Merc (CME) de Chicago, Chaires Melamed, Booth school of Business, noyautage des revues et du Nobel, construction d'un réseau d'influence politique. Aucune prévention à l'égard de la chrematistique, familiarité avec le marché financier.

Mais alors la place centrale tenue par de nombreux économistes – dont les plus consacrés³⁰ – dans la construction des marchés financiers et la production des produits dérivés pose le problème éthique de la non indépendance de la science économique dominante vis-à-vis des dynamiques du marché et du capitalisme. Sauf à considérer ces derniers comme des faits purement naturels, ce que dément la performativité des économistes dans la construction du capitalisme financier des quatre dernières décennies, il semble en effet problématique de concilier une éthique économique scientifique d'objectivation du point de vue sur les faits socio-économiques et la pratique des économistes consistant à mêler inextricablement travail scientifique et stratégies d'enrichissement personnel. Certes promouvoir une assurance contre les risques de fluctuation des taux de change et des taux d'intérêt est un objectif macroéthique dans la mesure où son enjeu est la constitution d'une monnaie dans un espace où il n'y a pas de recours possible au droit. Mais dès lors que cela se révèle scientifiquement illusoire et que cette illusion est largement passée sous silence par les scientifiques eux-mêmes dans la mesure où ils en tirent un profit monétaire, l'éthique scientifique est mise en défaut, non seulement par les individus concernés, mais aussi et surtout au plan de la déontologie du groupement professionnel qui ne condamne pas de telles pratiques mais au contraire tend à les consacrer. C'est même finalement le statut scientifique du discours théorique de l'économie académique qui est ainsi mis en question.

On peut penser que cette crise éthique multiniveau des économistes professionnels, de leurs organisations représentatives et de leur science, n'est que l'autre face de la crise macroéthique qui travaille en profondeur le monde financier international et questionne

³⁰ Outre ceux déjà cités, il faut rappeler notamment le rôle (rémunéré) de Milton Friedman, comme de l'ensemble du Département d'économie de l'université de Chicago, dans le développement des marchés de *futures* en 1971 et 1972 (Melamed, 1972 et 1996 ; Mackenzie, 2003a).

l'absence d'un véritable assujettissement des marchés financiers internationaux à une reproduction monétaire pacifique du tout de la société internationale, et donc au bon fonctionnement de l'ensemble des systèmes monétaires nationaux. Cette crise latente se manifeste lors des épisodes récurrents pendant lesquels l'illusion de l'efficacité des marchés disparaît et où des logiques de solidarité-mutualisation des risques internationaux de système se mettent en place pour tenter de sauver et remettre en route un système inchangé sur le fond, avec tous les problèmes de hasard moral, de capture du régulateur et de déni de justice que la mise en œuvre de ces logiques posent.

Compte tenu du caractère intrinsèquement éthique déjà noté de la société internationale, c'est alors finalement la *question métaéthique* des valeurs et normes supraétatiques susceptibles de conforter un ordre monétaire mondial pacifié et stable qui se pose, méta-éthique du système des valeurs universellement partagées qui pourraient fonder une confiance éthique dans une monnaie autoréférentielle universelle, en ne la laissant pas aux seules prises des jeux concurrentiels et des stratégies internationales d'enrichissement et de puissance de la finance privée et des Etats les plus puissants. Dit autrement, un nouvel ordre mondial postwestphalien ne pourra émerger que si se dégage une monnaie mondiale qui n'est plus seulement « garantie » par un club international de financiers privés (Mendès-France, 1930), mais est légitimée par un droit international soumis à l'autorité symbolique d'une éthique internationale nouvelle (et constitutionnalisée) des droits de l'homme et des droits des peuples.

Conclusion : Faire de l'argent dans la mondialisation : une nouvelle forme d'alchimie ?

La mondialisation s'est accompagnée d'une rupture de continuité en matière monétaire, illustrée par le passage de changes fixes à des changes flottants, lequel a remis en scène un marché monétaire international s'alimentant des disparités et de la concurrence entre les monnaies nationales, elles-mêmes exacerbées par le développement des échanges commerciaux transfrontaliers. Seule la finance privée apparaît comme globalisée et ne semble plus connaître de frontières. Elle s'est construite ses propres frontières en devenant autoréférentielle (Orléan, 1999 et 2004), frontières virtuelles propres à la

communauté de ses opérateurs (Knorr Cetina & Bruegger, 2002). Néanmoins la finance ne spéculé pas uniquement sur le futur, elle spéculé aussi et d'abord sur l'hétérogénéité des territoires, sur la différenciation spatiale de l'incertitude quant au futur. En outre, elle est un système de places fortes formant un archipel dont chaque îlot est associé à une puissance politique souveraine sur un territoire. La mondialisation est donc un signifiant paradoxal car la fragmentation interétatique de l'espace mondial n'a jamais été aussi prononcée, et elle est désormais considérée comme une source majeure de valeur, un motif essentiel de profit. Ce paradoxe est constitutif de ce qui fait la spécificité de la phase actuelle de la mondialisation : l'hétérogénéité monétaire et la tentative d'invention par la Haute Finance d'une nouvelle forme mondiale d'argent prétendant au statut de monnaie de réserve internationale qui permette au capitalisme de « recompresser l'espace et le temps ».

Un élément important à prendre en considération est alors que *l'espace mondial est un monde consubstantiellement éthique* au sens de Commons. La question de l'éthique est au cœur de la mondialisation parce que celle-ci implique des relations supraétatiques entre des entités collectives organisées (Etats, organisations internationales, grandes entreprises capitalistes, ONG) se déployant dans un espace où il n'y a pas de gouvernement civil, pas d'autorité souveraine reconnue ou de pouvoir susceptible de s'imposer en mobilisant un droit adossé à un monopole légitime de la violence physique. Dans l'espace mondial règne donc un « état de nature » (au sens de Locke) où s'expriment de purs rapports de puissance³¹, et la société mondiale des Etats est en quelque sorte une société primitive dans laquelle les relations économiques et politiques entre les individus-organisations qui s'y rencontrent et s'y confrontent ne sont pas limitées et/ou arbitrées par un Etat de droit (Alger, 1963 ; Masters, 1964). La grille commonsienne d'analyse conduit alors aux considérations suivantes.

Dans l'espace mondial, les transactions bilatérales sont de type microéthique, car sujettes à des risques de défaut et de rétorsion sans possibilité de recours à l'arbitrage d'une autorité supérieure valant dans tout l'espace, surtout lorsque les plus puissants des Etats sont parties prenantes. Cela n'empêche pas qu'une certaine régulation des conflits s'y opère via le système diplomatique et les organisations internationales supraétatiques,

³¹ Il existe en effet déjà dans cet état de nature des droits « éthiques » de propriété et de la monnaie.

lesquels sont des conventions et organismes collectifs à vocation gouvernementale mais qui, dans l'espace mondial, ne sont pas publics au sens où ils n'incluent pas l'ensemble des sujets-Etats et ne sont pas dotés d'un pouvoir souverain d'imposition. Ces organisations fonctionnent donc elles-aussi à l'éthique – mésoéthique des règles du protocole diplomatique et des codes de fonctionnement interne des institutions internationales. Quant à l'espace mondial proprement public, il ne peut être réglé au mieux que par une macroéthique, car ce n'est que par l'auto-assujettissement (rationnel) de chaque individu-Etat aux règles qui définissent l'espace mondial comme société politique (droit international et résolutions prises par les organisations internationales publiques et privées), que des règles communes qui n'ont pas force de loi peuvent trouver leur efficacité régulatrice. Enfin il existe une métaéthique mondiale, celle de la paix, de la norme selon laquelle la guerre n'est plus un moyen juste de règlement des conflits, celle des droits universels de l'homme. Cette éthique, constituée et sans cesse débattue depuis le XVII^{ème} siècle par les philosophes et les jurisconsultes des Lumières³², est constitutive de toutes les velléités de construire un ordre mondial pacifié.

En résumé, la société des Etats-nations ne saurait donc être stabilisée et régulée que par l'éthique, que par une autosoumission des Etats à des règles et valeurs communes. Pour autant, hors des périodes de guerre ouverte, plusieurs régimes éthiques sont possibles et ont pu être observés. Ainsi deux régimes différents de stabilité hégémonique ont prédominé pendant les deux derniers siècles. L'actuelle phase « libérale » de mondialisation y a mis fin et elle-même semble s'achever en ce moment sous nos yeux. Elle peut, quant à elle, être caractérisée comme la tentative d'instituer un marché universel autorégulateur dont l'administration a été confiée à la finance internationale³³ et aux « grands prêtres de la théorie financière moderne » (Cookson, 2004).

Comme le lecteur a pu s'en rendre compte, on est au terme de cet article rendu assez loin d'Aristote et de sa critique de la mauvaise chrématistique, sans pour autant que toute valeur soit déniée à cette critique. Un usage pervers de la science économique a remplacé

³² Cf. par exemple Waltz, 1962 et Hoffmann, 1963.

³³ K. Polanyi a également caractérisé la régulation politique internationale au XIX^{ème} siècle par la place centrale qu'y a joué la haute finance internationale, mais à cette époque où régnait l'étalon or-livre sterling, celle-ci n'était pas libre de fixer la valeur de la monnaie internationale comme cela a été le cas à partir de 1972.

celui de la chrématistique, mais ce n'est là encore qu'un aspect du problème et l'essentiel est ailleurs. On est en effet dans une situation éthique beaucoup plus structurellement déterminée par l'évolution des formes de la monnaie capitaliste, que seulement liée à des stratégies politiques d'élites capitalistes – économiques, politiques et intellectuelles – mues par la seule fin de l'enrichissement personnel. Les enjeux sont le mode de fixation, le mode « d'estime », selon l'expression de J.-M. Servet, de la valeur de la monnaie à toutes les échelles géographiques mises en relations dynamiques par la mondialisation, et les fondements éthiques de la confiance dans ce mode d'estime.

Bibliographie :

- Aglietta M. (1986), *La fin des devises clefs*, Paris, La Découverte.
- Aglietta M. (2008), *Macroéconomie financière*, 5^{ème} édition, Paris, La Découverte.
- Aglietta M. et Orléan A. (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta M. et Orléan A. (éd.) (1998), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.
- Alger C. F. (1963), « Comparison of Intranational and International Politics », *American Political Science Review*, Vol. 57, n°2, pp. 406-419.
- Amato M. (2006), « Notes on the (Im)Proper Use of Money. From an Openly Hidden Tradition of Money-thinking », communication au *XIV International Economic History Congress*, Helsinki, Session 61.
- Baumann E., Bazin L., Ould-Ahmed P., Phélinas P., Selim M. et Sobel R. (éd.), *L'argent des anthropologues, la monnaie des économistes*, Paris, L'Harmattan.
- Bayart J.-F. (2004), *Le gouvernement du monde. Une critique politique de la globalisation*, Paris, Fayard.
- Benetti C. (2001), « Monnaie, choix individuel et frictions », *Cahiers d'économie politique*, n° 39, pp. 89-106.
- Bignon V., Dehay E. et A. Orléan (2007), « La monnaie « autoréférentielle » en quête de référence », in Théret (dir.), 2007, Vol.II, pp. 183-186.
- Black F. (1970), "Banking and Interests Rates in a World without Money. The Effects of Uncontrolled Balking", *Journal of Bank Research*, Autumn, pp. 168-179.
- Boschen J. F. (1988), "Should We Reduce the Role of Banks in the Monetary Policy Process", *Economic Review of the Federal Bank of Kansas City*, February, pp. 18-28.
- Boyer-Xambeu M.-T., Deleplace G. et L. Gillard, *Monnaie privée et pouvoir des princes*, Paris, Presses de la FNSP et Editions du CNRS, 1986.
- Bryan D. et M. Rafferty (2007), « Financial derivatives and the theory of money », *Economy and society*, Vol. 36, n° 1, pp. 134-158.
- Chavagneux C. (1998), « Peut-on maîtriser la mondialisation ? Une introduction aux approches d'économie politique internationale », *Economies et Sociétés, Relations économiques internationales*, Série P., n° 4, pp. 25-68.
- Commons J. R. (1934), *Institutional Economics*, New York, Transaction Books.

- Cookson C. (2004), « Dominant Figures. A Celebrated Mathematician Shares his Theories on Understanding How Financial Markets Work », *Financial Times*, november.
- Cowen T. et R. Kroszner (1987), « The Development of the New Monetary Economics », *Journal of Political Economy*, Vol. 95, n° 3, pp. 567-590.
- Cowen T. et R. Kroszner (1990), « Mutual Fund Banking : A Market Approach », *Cato Journal*, Vol. 10, n° 1, pp. 223-237.
- De Goede M. (2005), *Virtue, Fortune and Faith. A Genealogy of Finance*, Minneapolis-London, University of Minesota Press.
- Fama E. F. (1976), *Foundations of Finance*, New York, Basic Book.
- Fama E. F. (1980), « Banking in the theory of Finance », *Journal of Monetary Economics*, 6, pp. 39-57.
- Fama E. F. (1983), « Financial Intermediation and Price Level Control », *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 7-28.
- Fama E. F. et K. R. French (2003), « The Capital Asset Pricing Model : Theory and Evidence », *CRSP Working Paper* n° 550.
- Goux J.-F (2005), « Le taux de change euro-dollar : une approche fondée sur la co-intégration avec *break* structurel », *Économie internationale*, n°103, pp. 45-72.
- Greenfield R. L. et Yeager L. B. (1983), « A laisser faire Approach to Monetary Stability », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 15, n°3, pp. 302-315.
- Hall R. (1982), « Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: A Review from the Perspective of New Developments in Monetary Economics », *Journal of Economic Literature*, december, pp. 1552-1556.
- Hart K. (2000), *The Memory Bank: money in an unequal world*, London: Profile Books.
- Hayek F. (1978), *The Denationalisation of Money*, Londres, Institute of economic Affairs.
- Helleiner E. (1994), *States and the Reemergence of the Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca, Cornell University Press.
- Helleiner E. (2003), *The Making of National Money: Territorial Currencies in Historical Perspective*, Ithaca, Cornell University Press.
- Hessling A. & Pahl H. (2006), « The Global System of Finance. Scanning Talcott Parsons and Niklas Luhmann for Theoretical Keystones », *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 65, n° 1, pp. 189-218.
- Hoffmann S. (1963), « Rousseau on War and Peace », *American Political Science Review*, Vol. 57, n°2, pp. 317-333.
- Ingham G. (2004), *The nature of Money*, Cambridge, Polity Press.
- Jorion P. (2006), « Adam Smith's invisible Hand Revisited. An Agent-Based Simulation of the New York Stock Exchange », *Actes du Premier Congrès Mondial de Simulation des Systèmes Sociaux*, Kyoto, Août, Berlin : Springer-Verlag.
- Jorion P. (2007), « Les modèles financiers "scientifiques" et les autres », <http://www.pauljorion.com/blog/?p144>, 02/08/2007.
- Jorion P. (2008), « Paul Jorion : Les modèles financiers entre Charybde et Scylla », http://contreinfo.info/article.php3?id_article=1799/, 7 mars.
- Le Maux L. (2007), « Une théorie de la marque monétaire. L'impossibilité de la dénationalisation de la monnaie », *Revue économique*, vol. 58, n°5, pp. 985-1009.
- LiPuma E. et Lee B. (2005), « Financial derivatives and the rise of circulation », *Economy and Society*, Vol. 34, n° 3, pp. 404-427.

- MacKenzie D. (2001), « Physics and Finance : S-Terms and Modern Finance as a Topic for Science Studies », *Science, Technology, & Human Values*, Vol. 26, n° 2, pp. 115-144.
- MacKenzie D. (2003a), « Constructing a Market, Performing Theory : The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, Vol. 109, n° 1, pp. 107-145.
- MacKenzie D. (2003b), « Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage », *Economy and Society*, Vol. 32, n° 3, pp. 349-380.
- MacKenzie D. (2004), « The big, bad wolf and the rational market : portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics », *Economy and Society*, Vol. 33, n° 3, pp. 303-334.
- MacKenzie D. (2007), « The material production of virtuality : innovation, cultural geography and facticity in derivatives markets », *Economy and Society*, Vol. 36, n° 3, pp. 355-376.
- Mandelbrot B. (avec R. L. Hudson) (2004), *The (Mis)behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward*, New York: Basic Books & London: Profile Book.
- Masters R. D. (1964), « World Politics as a Primitive Political System », *World Politics*, Vol. 16, n°4, pp. 595-619.
- Maurer B., « Repressed futures : financial derivatives' theological unconscious », *Economy and society*, Vol. 31, n°1, pp.15-36.
- Melamed L. (1972), « A Futures Market in Currency », allocution à la *New York Society of Security analysts*, New York, 19 avril, www.leomelamed.com/essays/72-fut.htm.
- Melamed L. (1996), « The Birth and Development of Financial Futures », allocution au *China Futures Seminar*, Shen Zhen, Guangdong Province, 25 avril, www.leomelamed.com/essays/96-China.htm
- Melamed L. (2008), « Derivatives Defined, Described and Distinguished », allocution à l'*Université de Pekin*, Beijing, 13 mars, www.leomelamed.com/essays/08-DerivativesDefinedPeking.htm
- Mendès-France P. (1930), *La Banque Internationale*, Paris, Librairie Valois.
- Merhrling P. (2005), *Fischer Black and the Revolutionary Idea of Finance*, Hoboken (NJ), Wiley.
- Millo Y., Muniesa F., Panourgias N. S., Scott S. V. (2005), « Organised detachment: Clearinghouse mechanism in financial markets », *Information and Organization*, n°15, pp. 229-246.
- Merton R. C. et M. S. Scholes (1995), « Fischer Black », *Revue of Finance*, Vol. 50, n° 5, pp. 1359-1370.
- Miyazaki H. (2007), « Between arbitrage and speculation : an economy of belief and doubt », *Economy and Society*, Vol. 36, n°3, pp. 396-415.
- Montagne S. (2009), « Des évaluateurs financiers indépendants ? Un impératif de la théorie économique soumis à l'enquête sociologique », *Cahiers internationaux de sociologie*, Vol. CXXVI, pp. 131-148.
- Muniesa F. (2000), « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, vol. 13, n°52, pp. 121-154.
- Orléan A. (1998), « La monnaie autoréférentielle : réflexions sur les évolutions monétaires contemporaines », in Aglietta M. et Orléan A., *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, pp. 359-386.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

- Orléan A. (2004), « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », in Boyer R., Dehove M. et Plihon D., *Les crises financières*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, Paris, La documentation française, pp. 241-270.
- Pineault E. (2002), *Capital financier et financiarisation du capitalisme : une contribution institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*, Thèse de doctorat en sociologie, UQAM-EHESS, Montréal-Paris, 2002.
- Pryke M. et Allen J. (2000), « Monetized time-space : derivatives – money's "new imaginary" », *Economy and Society*, Vol. 29, n°2, pp. 264-284.
- Rotman B. (1987), *Signifying Nothing – The semiotics of Zero*, London, MacMillan.
- Sargent T. J. et N. Wallace (1982), « The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory : A Reconsideration », *Journal of Political Economy*, Vol. 90, n° 6, pp. 1212-1236.
- Schroy J. O. (2004a), Essay on Financial Economics and Nobel Laureates, http://www.capital-flow-analysis.com/investment-essays/nobel_gods.html, july 25.
- Schroy J. O. (2004b), Essay on Investment Theory, http://www.capital-flow-analysis.com/investment-essays/uncontrollable_risk.html, september 6.
- Scialom L. (1995), « Les modèles de paiements concurrentiels : éléments d'analyse critique », *Revue Economique*, Vol. 46, n° 1, pp. 35-55.
- Soros G. (1999), « Irrational expectations », *The New Republic*, 12 avril, pp. 22-23.
- Théret B. (1998), « De la dualité des dettes et de la monnaie dans les sociétés salariales », in *La monnaie souveraine*, Aglietta M. et Orléan A. (éd.), Editions Odile Jacob, Paris, pp. 253-287.
- Théret B. (2005), « Economie, éthique et droit: la contribution de l'économie institutionnelle de John R. Commons à la compréhension de leurs (cor)rélations », in *L'éthique médicale et la politique de santé*, Gadreau M. et Batifoulier P. (éd.), Paris, Economica, pp. 63-91.
- Théret B. (2007), « La monnaie au prisme de ses crises d'hier et d'aujourd'hui », in Théret B. (éd.), Vol. 1, pp. 17-74.
- Théret B. (éd.) (2007), *La monnaie dévoilée par ses crises*, 2 vol., Paris, Editions de l'EHESS
- Théret B. (2008), « Les trois états de la monnaie. Approche interdisciplinaire du fait monétaire », *Revue économique*, vol. 59, n° 4, pp. 813-841.
- Wallace N. (1983), « A Legal Restriction Theory of the Demand for 'Money' and the Role of Monetary Policy », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, 7, winter, pp. 1-7.
- Walter C. (2004), « La spéculation boursière dans un monde non gaussien », in Drach M. (éd.), *L'argent. Croyance, mesure, spéculation*, Paris, La Découverte, pp. 147-165.
- Waltz K. N. (1963), « Kant, Liberalism and War », *American Political Science Review*, Vol. 56, n°2, pp. 331-340.
- White L. H. (1983), « Accounting for Non-interest-bearing Currency : A Critique of the Legal Restrictions Theory of Money », *American Economic Review*, Vol. 74, n° 4, pp. 699-712.
- White L. H. (1987), « Competitive Payments Systems and the Unit of Account », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 19, n° 4, , september, pp. 448-456.

Cela dit, il n'y a pas que l'éthique qui souffre d'une indétermination conceptuelle liée à la complexité de ses formes. L'argent n'est pas mieux défini. Parmi les économistes, l'accord ne règne pas quant à sa définition et les rapports qu'il entretient avec le concept de monnaie. Et la confusion augmente si on prend en compte la sociologie, l'histoire et l'anthropologie, voire la science politique ou encore la psychanalyse, qui complexifient la question en soulignant les dimensions politique, symbolique et imaginaire de l'argent et de la monnaie (Théret, 2007 ; Ould-Ahmed, 2008 ; Servet *et al.*, 2008 ; Blanc à paraître).

(Chavagneux, 1998 ; Bayart, 2004 ; Théret, 2001).