

La possibilité d'un contrôle effectif et souple de la masse monétaire sous le système « 100% monnaie » d'Irving Fisher : arguments et critiques

Résumé :

Cette communication interroge l'affirmation d'Irving Fisher (1935) selon laquelle le plan "100% monnaie" offrirait un véhicule idéal pour le contrôle monétaire. Nous questionnons les limites théoriques de cette assertion qui, bien que globalement acceptée dans la littérature, a manqué d'emporter un soutien massif en faveur du plan. En revisitant les discussions académiques, nous concluons que la viabilité du système 100% suppose une nécessaire élasticité monétaire, un élément souligné, mais insuffisamment exploité, par Fisher. Une autre conclusion est que les débats peuvent être davantage clarifiés et poursuivis. Enfin, l'opinion répandue qui associe "100% monnaie" et rigidité monétaire mérite d'être remise en cause.

Abstract:

This paper considers Irving Fisher's claim (1935) that the "100% Money" plan would provide an ideal vehicle for monetary control. We question the theoretical limits of that assertion which, although generally accepted in the literature, failed to gather massive support for the plan. Revisiting academic discussions, we conclude that the workability of the 100% system requires a necessary monetary elasticity, a point that was stressed, but insufficiently used, by Fisher. Another conclusion is that debates on that topic can be further clarified and pursued. Finally, the widespread opinion that associates 100% money and monetary inelasticity certainly has to be reconsidered.

Mots-clés : 100% monnaie, 100% de réserves, Irving Fisher, banque centrale, contrôle monétaire

Key words: 100% money, full reserve banking, Irving Fisher, central banking, monetary control

JEL classification : B22, B31, E42, E50, E51, E52

Introduction

Dans son ouvrage *100% Money*, paru en 1935, Irving Fisher reprenait une idée avancée en 1933 par un groupe d'économistes de l'Université de Chicago¹ : celle d'imposer aux banques commerciales une couverture à 100% de leurs dépôts à vue en monnaie légale, plaçant ainsi l'exclusivité de la création monétaire entre les mains de la banque centrale. Pour Fisher, cette proposition représentait une solution idéale pour mener à bien la politique monétaire qu'il réclamait de longue date : celle d'une stabilisation des prix, visant à garantir un pouvoir d'achat constant du dollar.

Dans les années 1930, aux États-Unis, cette question se posait dans un contexte particulier, marqué par ce que Friedman et Schwartz (1963) ont appelé la "Grande Contraction" monétaire de 1929-1933. La quantité des dépôts à vue avait chuté, durant cette période, de 23 à 15 milliards de dollars (Fisher, 1936a, p. 5). Cette catastrophe, analyse Fisher, fut rendue possible par la fragilité du système monétaire en vigueur, basé sur le principe des réserves fractionnaires (le « système 10% », selon ses termes²). Elle n'était pas, poursuit-il, inéluctable pour autant. En intervenant rapidement, notamment au moyen d'opérations d'*open market*, la Réserve fédérale aurait pu enrayer la destruction des dépôts. L'exemple de la banque centrale de Suède, qui parvenait, depuis 1931, à assurer la stabilité de son indice des prix, en fournissait la preuve (Fisher, 1936a, p. 25). Une telle politique de reflation, cependant, aurait supposé que le *Federal Reserve Board* prenne la mesure de la situation – ce qui, au cœur de la dépression, semblait loin d'être le cas, regrette Fisher (Cargill, 1992, p. 1275). L'autorité monétaire était, de surcroît, prisonnière de ses statuts. Le *Federal Reserve Act* de 1913, inspiré de la doctrine des "effets réels", restreignait ses achats aux seules créances commerciales de bonne qualité, ce qui empêchait toute intervention d'envergure (Phillips, 1995, p. 17). Il faudra attendre les réformes du *New Deal* pour que ces restrictions soient levées (*ibid.*).

Dans un tel contexte, soutient Fisher, un « système 100% » aurait été d'une grande aide, car avec une couverture intégrale des dépôts à vue en monnaie centrale, aucune contraction

¹ Le "Plan de Chicago" pour une réforme monétaire eut pour origine un mémorandum de mars 1933, adressé par huit économistes de Chicago à l'administration Roosevelt ; rédigé par Franck Knight, il était cosigné par G. V. Cox, A. Director, P. Douglas, A. G. Hart, L. W. Mints, H. Schultz, et H. C. Simons (Knight et al, 1933). Ce Plan fut développé par la suite dans d'autres mémorandums et articles, rédigés principalement par Henry Simons (Phillips, 1995, p. 64). Rappelons, enfin, que le plan 100% fut formulé initialement par un ancien Prix Nobel de Chimie, Frederick Soddy, en 1926 (Soddy, 1926).

² L'ensemble des traductions de ce papier, de l'anglais vers le français, ont été réalisées par nos soins. Nous en assumons seul les éventuelles erreurs.

monétaire n'aurait pu se produire. De plus, toute politique de reflation aurait été beaucoup plus aisée à mettre en œuvre. Il affirme, par ailleurs, que ce système mettrait fin aux grands épisodes de booms et de dépressions, qu'il allégerait considérablement la dette publique, et qu'il éviterait aux banques la menace d'une nationalisation. La plupart de ces avantages sont résumés dans le titre complet de la première édition de son ouvrage : *100% Money: Designed to keep checking banks 100% liquid; to prevent inflation and deflation; largely to cure or prevent depressions; and to wipe out much of the National Debt* (1935). Fisher milita activement pour cette réforme, jusque sur son lit de mort en 1947 (Allen, 1993, p. 715). Il s'investit personnellement dans plusieurs projets de lois, qui ne furent cependant jamais adoptés. Ronnie Phillips, retraçant l'histoire du "Chicago Plan" et du plan de Fisher, revient sur cet échec (1995, p. 134), qu'analysent aussi Robert Dimand (1993) et William Allen (1993). Des raisons historiques, propres au contexte de l'époque, expliquent en grande partie que le plan 100% n'ait pas reçu davantage de soutien. Ses arguments théoriques, pourtant, furent largement acceptés au sein du monde académique (Phillips, 1995, p. 151). L'idée d'une réforme 100% sera d'ailleurs reprise par trois Prix Nobel d'économie (Allais, 1947 ; Friedman, 1948 ; Tobin, 1985), et elle suscite aujourd'hui un regain d'intérêt au sein de plusieurs institutions³.

Le système 100%, affirmait Fisher, rendrait « facile » le contrôle de la quantité de monnaie en circulation ; les ajustements requis seraient « moindres » que dans le système 10%, et la stabilisation des prix « plus précise » (1936a, p. 108). En d'autres termes, le système 100% offrirait un véhicule parfait pour le banquier central chargé de piloter la masse monétaire. C'est cette affirmation particulière que le présent papier vise à interroger. En partant du constat qu'elle n'a reçu, dans la littérature académique, ni d'objection décisive, ni d'approbation massive, nous tenterons d'établir sur quels points précis son argumentation a fait défaut. Nous ne discuterons pas en détail de l'ensemble des avantages que Fisher attribuait au plan 100%, évoqués *supra*. Nous ne traiterons pas ici, non plus, des difficultés particulières liées à la phase de transition vers le nouveau système. Nous nous concentrerons sur la seule problématique du contrôle monétaire. Celle-ci renvoie, d'une part, au système 100% comme "véhicule" de la politique monétaire, et, d'autre part, au "pilotage" monétaire exercé par le banquier central sous le système 100%.

³ Par exemple au sein du FMI (Kumhof and Benes, 2012), ou en Islande (Sigurjónsson, 2015). Un panorama historique des propositions visant à instaurer une réforme 100%, du XIXe siècle à aujourd'hui, est dressé par Patrizio Lainà (2015).

1. Le système 100% comme "véhicule" de la politique monétaire : le défi d'un contrôle effectif de la quantité de monnaie

Dans l'ouvrage de Fisher, nous identifions quatre arguments majeurs selon lesquels le plan 100% renforcerait le contrôle monétaire : la monnaie deviendrait indestructible (1.1), libre de tout processus cumulatif (1.2), totalement exogène (1.3), et directement transmissible (1.4). Ces arguments, s'ils ont été globalement bien acceptés dans la littérature, soulèvent néanmoins d'autres questions (1.5).

1.1. Protéger la monnaie des *runs* et des faillites bancaires, en instaurant une couverture intégrale des dépôts

Sous le système 100%, affirme Fisher, le contrôle de la quantité de monnaie serait d'abord facilité par le fait que cette dernière deviendrait « indestructible » (1936b, p. 11). Le volume des moyens de paiement serait placé à l'abri des ruées et des faillites bancaires. Avec 100% de réserves, les départements des dépôts au sein des banques seraient totalement liquides, et pourraient satisfaire n'importe quelle demande de retrait d'espèces de la part des déposants. Les banques n'auraient plus besoin, à cette fin, d'accélérer le rappel des prêts en entamant une « course au cash » avec le public (Fisher, 1936a, p. 77). De même, si un mouvement massif de désendettement devait se produire, « la liquidation des prêts bancaires, affirme Fisher, ne pourrait pas (...) réduire la quantité de monnaie d'un seul dollar » (*ibid.*, p. 134). Une catastrophe telle que la "Grande Contraction" de 1929-1933 serait donc rendue impossible. Ainsi que l'exprimait un autre auteur favorable à une réforme 100%, Lauchlin Currie, en 1934 : « La monnaie, créée par [l'autorité monétaire], pourrait demeurer non dépensée mais elle ne pourrait être détruite » (1934, p. 151). Même en cas de faillite bancaire, aucune destruction de dépôts ne serait impliquée, ceux-ci étant intégralement couverts par des réserves conservées à la banque centrale. Il n'y aurait d'ailleurs, soutient Fisher, « pratiquement plus de ruées sur les banques commerciales » (1936a, p. 11).

Cet argument du plan 100% a rencontré peu d'objections parmi les critiques. Albert G. Hart, cependant, fait remarquer que « tout intérêt immédiat dans cet aspect du plan est enlevé par l'avènement de la *Federal Deposit Insurance Corporation* » (1935, p. 104). L'assurance des dépôts, néanmoins, pose un certain nombre de problèmes. Fisher souligne qu'elle entraîne un aléa moral, en encourageant la prise de risques et les investissements hasardeux (1936a, p. 161). Elle ne constituerait donc qu'une alternative très imparfaite au système 100% pour la sécurité des moyens de paiement. James Angell rejoint Fisher sur ce point, insistant sur les coûts du système d'assurance-dépôts (1935, p. 28). Cependant, Henry Simons (1934),

Benjamin Higgins (1941, p. 92) et Joseph Reeve (1943, p. 323) font remarquer que, même si les dépôts à vue étaient mis à l'abri, des ruées pourraient toujours se produire sur les départements des prêts au sein des banques, ces derniers continuant d'échapper à toute contrainte de réserve. De tels *runs*, sans impacter la quantité de monnaie, affecteraient néanmoins la vitesse de circulation. Nous abordons cette critique plus loin (voir *infra*, 2.2).

1.2. Mettre fin aux processus cumulatifs, en dissociant la monnaie des prêts

Sous le système des réserves fractionnaires, analyse Fisher, la masse monétaire n'est pas seulement rendue instable par la couverture seulement partielle des dépôts. Cette instabilité est encore aggravée par l'existence de processus cumulatifs, causés par l'association entre l'extension (ou la contraction) des prêts et la création (ou la destruction) de monnaie. Pour reprendre les termes de Leonard Watkins, le système monétaire à réserves fractionnaires repose sur le « dualisme des banques commerciales » (1938, p. 13). Un tel système est procyclique : tout accroissement des emprunts entraîne une expansion monétaire ; celle-ci tend à provoquer une hausse des prix qui, en retour, entraîne un nouvel accroissement des emprunts. Autrement dit, la causalité entre une variation de la quantité de monnaie (M) et une variation du niveau général des prix (P) est réciproque, « de la nouvelle monnaie haussant les prix et des prix à la hausse appelant de la nouvelle monnaie » (Fisher et al., 1939). « Ainsi, explique Fisher, apparaît un cercle vicieux dans lequel l'expansion de l'activité et l'expansion des prix agissent pour se stimuler l'une et l'autre – produisant un "boom" », ou dans le cas inverse, une "dépression" (1936a, p. 181). La chaîne d'effets "prix-emprunts-monnaie-prix" ne peut se poursuivre qu'en raison de l'existence du lien "emprunts-monnaie". C'est pourquoi, selon Fisher, « l'essence du plan 100% est de rendre la monnaie indépendante des prêts ; c'est-à-dire, de divorcer le processus de création et de destruction de monnaie de l'activité bancaire » (1936a, p. xvii). Le contrôle du volume de monnaie en serait facilité.

Cet argument du plan 100% fut, lui aussi, globalement bien accepté par les critiques. James Angell, tout en exprimant de nombreux désaccords avec Fisher, estime la position de celui-ci « beaucoup plus soutenable (...) quand il décrit l'instabilité des dépôts à vue liés aux prêts bancaires comme la "cause principale" à la fois des booms et des dépressions » (1935, p. 22). Certains auteurs se montrèrent plus réservés. Pour Rollin Thomas, « le plan 100 pour cent n'offre que peu ou pas d'amélioration pour limiter l'expansion du crédit en période de boom (...). Son seul argument valide pour être adopté réside dans la possibilité qu'il offrirait un moyen d'éviter une contraction déflationniste du volume de monnaie durant les dépressions » (1940, p. 321). Benjamin Higgins soutient exactement l'inverse, affirmant que le plan 100%

« ne peut pas stimuler l'expansion lors d'une dépression » (1941, p. 93) ; en revanche, « il aiderait significativement à contrôler les booms » (*ibid.*, p. 96). D'une manière générale, cependant, peu d'objections furent opposées à Fisher sur ce point. Comme le résume Alvin Hansen : « Que l'expansion du crédit facilite, si ce n'est engendre, le boom, est bien sûr admis par presque tout le monde » (1938, p. 113).

1.3. Exogénéiser totalement la création monétaire, en la centralisant entre les mains de la banque centrale

Sous le système monétaire à réserves fractionnaires, la création et la destruction de monnaie sont largement endogènes. Elles relèvent, comme le résume Leonard Watkins, d'une multitude d'acteurs et de facteurs : « (a) le montant des réserves légales ; (b) le ratio de réserves légales ; (c) la disposition des déposants à détenir leurs fonds sous forme de comptes à vue, de comptes d'épargne, ou d'espèces ; (d) la disposition des banques à prêter ; et (e) la disposition des entrepreneurs et autres à emprunter » (1938, p. 34). Fisher déplore cette endogénéité : « Ainsi nos moyens de paiement nationaux sont-ils maintenant à la merci des transactions de prêts bancaires ; et nos milliers de banques de dépôts sont, dans les faits, autant d'instituts privés d'émission irresponsables » (1936a, p. 7). Sans oublier, ajoute-t-il plus loin, qu' « il faut être deux pour faire un prêt », et que la monnaie dépend aussi « de millions d'emprunteurs individuels » (*ibid.*, p. 44). Or, analyse Fisher, les comportements des déposants, des emprunteurs et des banques sont guidés par des motifs personnels. Tous prennent leurs décisions en suivant leur propre intérêt direct, non en considérant la quantité totale de monnaie en circulation, dont dépend pourtant leur intérêt indirect. Cet état de fait est inévitable, car, en régime de concurrence, les acteurs n'ont souvent pas d'autre choix que de "suivre le mouvement", sous peine de s'exposer à la sanction du marché. Fisher se refuse ainsi à blâmer les banques : « Le public a tout à fait tort quand, dans une dépression, il blâme les banquiers individuels. C'est le système bancaire – le système 10% – qui est fautif. Dans ce système, les banquiers ne peuvent s'empêcher de détruire de la monnaie quand il faudrait en créer, à savoir lors d'une dépression ; tandis que lors d'un boom ils créent de la monnaie quand il faudrait en détruire » (*ibid.*, p. 78). Le plan 100% entend soustraire ce « pouvoir non intentionnel » (*ibid.*, p. 45) au comportement des agents, en confiant l'exclusivité de la création monétaire à une autorité extérieure au jeu du marché. L'objectif, comme le résume Albert G. Hart, était d'empêcher que ce pouvoir puisse être exercé « sauf au travers de l'action consciente de l'autorité monétaire centrale » (1935, p. 106).

Au sein du monde académique, cette clarification des rôles était largement reconnue comme souhaitable. C'est plutôt sur le caractère atteignable de l'objectif en question que de nombreuses réserves furent émises. Selon plusieurs auteurs, il n'était pas possible d'empêcher l'utilisation de substituts monétaires dans les transactions, ce qui suffisait à prévenir toute exogénéisation totale des moyens de paiement. Nous traiterons de cette limite plus loin (voir *infra*, 2.1). Au sein de l'administration fédérale, l'argumentation du plan 100% rencontra un certain écho. Ronnie Phillips cite ainsi Adolf Berle, membre du "*Brain Trust*" de Roosevelt, selon qui « les banquiers doivent être exclusivement des banquiers », un banquier ne pouvant être un « administrateur désintéressé de la machinerie du crédit et de la monnaie du pays » (Berle, 1933, p. 14, cité par Phillips, 1995, p. 59). Comme on pouvait s'y attendre, cependant, cette vision des choses fut loin d'être partagée par les banquiers eux-mêmes, qui craignaient que l'intermédiation financière ne soit menacée (Dimand, 1993, p. 69).

Pourtant, affirme Fisher, le plan 100% serait largement bénéfique à la profession bancaire (1936a, p. 170). Si les banques cessaient d'interférer avec la sphère monétaire, l'État pourrait, par la même occasion, cesser d'interférer avec la sphère bancaire. Il va même jusqu'à affirmer que « si les dépôts à vue étaient couverts à 100%, presque toutes les autres réglementations légales des banques pourraient être abolies » (1936a, p. 171)⁴. Le plan 100% entend « rendre à César ce qui est à César », en établissant un « divorce complet [...] entre la monnaie comme fonction étatique, et les prêts comme fonction bancaire » (Fisher, 1937). À cette fin, une autre mesure est préconisée par Fisher : celle de supprimer la fenêtre d'escompte comme instrument de la politique monétaire. En effet, analyse-t-il, même dans les cas où une manipulation des taux parvient à réguler effectivement le volume de monnaie, l'effort même pour y parvenir « requiert nécessairement une certaine distorsion du taux d'intérêt par rapport à la normale, c'est-à-dire, par rapport au taux que la simple relation d'offre et de demande de prêts aurait produit » (1936a, p. 139). Pour ces raisons, Fisher propose de maintenir la fenêtre d'escompte uniquement « comme une soupape de sécurité, dans les cas où les banques ne pourraient pas elles-mêmes répondre facilement aux demandes en quantité suffisante ou avec suffisamment de rapidité » (*ibid.*, p. 88). Sous le système 100% qu'il propose, la Commission monétaire⁵

⁴ Notons que, sur ce point, Fisher se démarque nettement des auteurs du Plan de Chicago, qui réclament au contraire la fin de toute possibilité d'endettement à court terme (voir *infra*, 2.3). Notons également que l'un des arguments du système 100%, en plaçant la monnaie « à l'abri des prêts » (selon l'expression de Sylvie Diatkine, 2003), serait de permettre aux banques centrales de se désengager de leur rôle de supervision financière, et de se concentrer sur la politique monétaire exclusivement.

⁵ Fisher désigne ainsi l'autorité monétaire dans le système 100%. Dans ce papier, nous utilisons indifféremment ce terme ou celui de banque centrale.

interviendrait principalement « par des opérations d'*open market*, c'est-à-dire, en vendant et en achetant des bons du Trésor U.S. et tout autres actifs rendus éligibles (...) » (1936a, p. 21).

Les interventions via l'*open market* peuvent aussi, cependant, conduire à des perturbations sur le marché des prêts. Fisher, sans ignorer cette question, se contente de la relier à la nature des actifs éligibles. La banque centrale pourrait, en théorie, acquérir tous types de créances pour mener à bien ses opérations. « Mais les effets relatifs sur les prix individuels différeraient, notamment les effets immédiats, en fonction des actifs qui seraient concernés. Il en irait de même des effets sur les taux d'intérêt » (*ibid.*, p. 112). Pour cette raison, poursuit l'auteur, les actifs idéaux « seraient probablement des titres à court terme de l'État fédéral ainsi que des devises étrangères et des métaux précieux » (*ibid.*). Cependant, plusieurs commentateurs ont souligné que de larges opérations d'*open market*, même limitées à des titres publics, perturberaient les marchés. Fritz Lehmann, par exemple, note que « si 500 millions d'obligations devaient être acquises sur l'*open market*, alors la Banque Centrale se trouverait contrainte de payer un prix de plus en plus élevé », tandis que les vendeurs chercheraient à placer les sommes reçues dans d'autres actifs, faisant monter les prix et baisser les taux (1936, p. 49). De manière symétrique, des ventes massives sur l'*open market* finiraient par exercer un effet dépressif sur les prix d'actifs (*ibid.*). Selon Hawtrey, en achetant ces titres à la Commission, les banques devraient nécessairement réduire leurs avances aux autres emprunteurs. « Cette perte en élasticité sur le marché des obligations (...), conclut il serait l'un des effets les plus importants du système de réserves à 100% » (R. G. H., 1936, p. 389). Fisher semble ignorer, ou minimiser, ces risques de perturbation sur les marchés. Dans son texte, pourtant, des éléments étaient à portée de main, qui auraient permis de mieux les prendre en compte. Nous y reviendrons dans la partie ci-après (1.4).

1.4. Garantir une transmission monétaire directe, en injectant la monnaie par voie de dépenses plutôt que par voie de prêts

Un défaut majeur du système de réserves fractionnaires, selon Fisher, est de rendre incertaine la transmission des décisions monétaires à l'économie. Selon leurs besoins de liquidité, en effet, les banques peuvent utiliser la monnaie reçue de la banque centrale pour renforcer leurs réserves, plutôt que de la retransmettre à l'économie. Symétriquement, toute réduction de la quantité de monnaie est retardée si les banques, suffisamment liquides, décident de laisser "fondre" leurs réserves, sans réduire leurs dépôts pour autant. Ainsi, observe Fisher, « le premier effet d'une hausse ou d'une baisse du taux d'escompte est un "mouvement à vide". Le seul changement a lieu dans les réserves, c'est-à-dire, dans la machinerie interne du

système bancaire, non pas dans les moyens de paiement en circulation ou dans le niveau des prix » (1936a, p. 108). Il illustre cette limite d'une métaphore automobile : « L'écart dans le système actuel entre une réserve de 10% et une pleine réserve de 100% est comme le mou d'un volant trop lâche. Sous le système 10%, le premier tour de volant n'a aucun effet sur la voiture. Ainsi on tourne davantage jusqu'à ce que, soudain, la voiture vire excessivement de côté ; et lorsque l'on tente ensuite de corriger l'écart, elle vire excessivement du côté opposé » (*ibid.*, p. 73). Sous le système 100%, poursuit-il, il n'y « aurait pas de temps à perdre dans une dépression à remplir les réserves. Une réserve de 10% est comme une baignoire remplie seulement à 10%. Une réserve de 100% est comme une baignoire toujours remplie, de sorte que toute eau en plus *doit* déborder » (*ibid.*, p. 110, italiques originales).

Cette dernière affirmation, cependant, peine à convaincre. Fisher semble oublier que les seuls départements des dépôts, au sein des banques, seraient couverts par 100% de réserves. Les départements des prêts, par contre, ne seraient soumis à aucune contrainte similaire. Plusieurs auteurs⁶ ont fait remarquer, à juste titre, que le système 100% ne mettrait pas fin au principe des réserves fractionnaires, celui-ci continuant à s'appliquer aux dépôts à terme. Même sans pouvoir créer (ou détruire) de la monnaie, les banques auraient toujours la faculté d'accélérer (ou de ralentir) la circulation monétaire. Sauf disposition contraire, elles pourraient continuer à investir à long terme des ressources de court terme, s'exposant ainsi à un risque de liquidité⁷. En recevant de la nouvelle monnaie sur l'*open market*, rien ne garantit donc qu'elles retransmettraient celle-ci à l'économie en octroyant de nouveaux prêts. Sur ce point, l'argumentation développée par l'auteur paraît manquer de solidité.

Fisher, pour autant, n'ignore pas totalement ces limites. Il reconnaît, par exemple, la possibilité que la transmission monétaire par l'*open market* puisse être bloquée faute d'emprunteurs. Il cite ainsi Edmund Platt, ancien vice-gouverneur du *Federal Reserve Board* : « Les banques sont impuissantes, dit-il, si à cause d'un manque de confiance ou pour toute autre raison les emprunteurs manquent à se présenter » (1936a, p. 44). Ceci expliquerait, selon Fisher, l'échec des premières opérations d'*open market* tentées sous Hoover puis Roosevelt : « Telle était la situation durant plusieurs années, chacun *attendant que quelqu'un d'autre*

⁶ Par exemple George Robinson (1937, p. 445), Leonard Watkins (1938, pp. 411-439) ou Harry G. Brown (1940, p. 312).

⁷ Notons, au passage, que Diamond et Dybvig rejettent la proposition 100% au motif qu'elle interdirait aux banques la transformation d'actifs illiquides en actifs liquides (1986, p. 65), ce qui les mène à conclure qu'il s'agirait d'une « dangereuse proposition » (*ibid.*, p. 66). Cette affirmation doit être rectifiée. Si la transformation des maturités serait effectivement interdite sous le "*Chicago Plan*", elle resterait possible dans le plan envisagé par Fisher. Une telle interdiction, quoi qu'il en soit, relève de la régulation bancaire, non monétaire. Elle est indépendante de la réforme 100% proprement dite.

veuille bien s'endetter auprès des banques pour fournir au grand public les moyens de paiement dont *tous* avaient besoin » (*ibid.*, p. 105, italiques originales). Si la reflation put finalement être assurée, ce fut grâce au rôle d'emprunteur en dernier ressort assuré par l'État : « Finalement l'État est intervenu et s'est lui-même lourdement endetté auprès des banques » (*ibid.*). Fisher ajoute plus loin que de telles situations d'embarras continueront à se produire « tant que nous avons un système dans lequel nos moyens de paiement sont un sous-produit de la dette privée. Les moments où personne ne veut s'endetter sont les moments mêmes où nous avons le plus besoin de monnaie et ainsi la plupart espèrent que quelqu'un va gentiment y subvenir en s'endettant. Peu s'en chargeront, (...) malgré les bas taux d'intérêt. Cela revient à mener un cheval à l'eau sans parvenir à le faire boire » (*ibid.*, p. 105). La relance de l'emprunt privé, en effet, est particulièrement difficile en période déflationniste, lorsque la hausse du dollar défavorise les débiteurs (*ibid.*, p. 125)⁸. L'emprunt public, lui-même, est soumis à certaines limites, comme le notera Fisher en 1939 : « Nous avons un dilemme. Si nous équilibrons le budget, nous diminuons les bons dont notre monnaie de dépôt dépend actuellement ; si nous n'équilibrons pas le budget, nous effrayons les entreprises et dissuadons les prêts bancaires » (Lettre à l'éditeur du New York Times, 25 février 1939, in Fisher, 1997b, p. 196). Il importe donc qu'en cas de blocage du canal des prêts bancaires, la Commission monétaire puisse emprunter une autre voie que l'*open market* : « Si [la banque] ne pouvait pas (...) trouver de débouchés solides pour sa monnaie, elle ne vendrait pas du tout, et la monnaie de la Commission devrait se répandre par d'autres canaux, c'est-à-dire, affluer directement vers le grand public. Elle affluerait là où il y en aurait le plus besoin » (1936a, p. 109). Cette première solution proposée par Fisher, supposant des échanges directs entre la banque centrale et le public, soulève cependant certaines difficultés pratiques. Elle se heurte par ailleurs à une autre limite, qui concerne aussi les opérations d'*open market* : celle du nombre de titres de dette publique en existence. Que se passerait-il, en effet, si l'offre de titres publics sur le marché s'avérait insuffisante pour mener les opérations requises ? La banque centrale devrait-elle se résoudre à acheter du papier commercial ? « En aucune façon », répond Fisher, qui propose alors une autre solution : « la manière la plus simple pour une uniformité de

⁸ Un argument complétant cette analyse est au cœur de la théorie, plus récente, des « récessions de bilan » (*balance sheet recessions*), développée par Richard Koo. Examinant les causes de la "décennie perdue" japonaise des années 1990, Koo insiste sur les conséquences d'un désendettement massif des entreprises suite à l'éclatement d'une bulle spéculative. Le fait marquant, selon lui, dans les périodes de liquidation, est que les entreprises ne cherchent plus à investir, mais à assainir leur bilan. Dès lors, toute tentative de relance monétaire par le crédit privé s'avère inefficace, car les agents préfèrent rembourser leurs prêts plutôt que de s'endetter davantage (Koo, 2011).

méthode et de comptabilité serait que la Commission monétaire achète des bons du Trésor ou autres obligations d'État nouvellement émis » (*ibid.*, p. 208).

Fisher en vient donc à envisager une forme de coopération entre l'autorité monétaire et l'autorité fiscale, le Trésor devant émettre de nouveaux bons lorsque les vendeurs de titres publics font défaut sur le marché. L'État pourrait dépenser lui-même les fonds reçus, ou choisir de réduire les impôts. Au-delà du point imaginaire où toutes les taxes fédérales seraient abolies, il pourrait encore verser directement la nouvelle monnaie aux citoyens, sous forme d'un « dividende social » (*ibid.*, p. 209). Cet exemple extrême, poursuit Fisher, sert à montrer que « le système 100% pourrait se poursuivre infiniment, (...) qu'il n'est pas dépendant de l'existence continue d'une importante dette publique, et [qu'il] ne requerrait (...) aucune accumulation de titres privés entre les mains de la Commission monétaire » (*ibid.*). Fisher précise que ces nouveaux bons, ou obligations, « pourraient être émis selon la procédure habituelle du Trésor et parvenir plus tard entre les mains de la Commission monétaire selon la procédure habituelle de cette Commission. Le Trésor recevrait alors le prix d'achat du public en monnaie préexistante, mais la Commission monétaire émettrait de la nouvelle monnaie pour ses achats de bons auprès du public » (*ibid.*, p. 208). Curieusement, Fisher n'évoque à aucun moment la possibilité, sans doute plus simple, que la Commission achète les bons auprès du Trésor directement⁹.

Fisher distingue donc deux modes d'émission monétaire – que nous appellerons mode (a) et mode (b) – dont les implications sont différentes. Le mode (a) est celui d'une intervention monétaire seule, sans intervention budgétaire. La banque centrale achète des bons auprès du marché, sans que ce dernier n'en acquière de nouveaux auprès du Trésor. En somme, l'émission monétaire s'effectue ici contre l'achat d'*anciens* bons. Le mode (b) est celui d'une intervention monétaire couplée avec une intervention budgétaire parallèle. Ici, tout rachat de bons par la banque centrale s'accompagne d'une émission de nouveaux bons, d'un montant équivalent, par le Trésor – et, symétriquement, toute destruction monétaire s'accompagne d'un remboursement de bons du même montant. En somme, l'émission monétaire s'effectue ici contre l'achat de *nouveaux* bons.

⁹ Pourtant, selon une étude récente de la *Federal Reserve Bank of New York*, les Banques de la Réserve fédérale avaient, jusqu'en 1935, la possibilité d'acheter « des titres à court terme directement auprès du Trésor des États-Unis pour faciliter les opérations de *cash management* », et en ont fait un « usage actif » pendant dix-huit ans, « sans incident ». Cette possibilité fut plusieurs fois autorisée à nouveau par la suite, avant d'être définitivement supprimée en 1981, pour des raisons qui ne sont pas clairement établies (Garbade, 2014).

La différence essentielle entre ces deux modes réside dans le *lieu d'injection* de la monnaie créée. Dans le mode (a), la monnaie est injectée sur les marchés, tandis que dans le mode (b), elle est, au final, mise en circulation par l'État (par dépenses publiques ou réductions d'impôts). Le mode (a) s'expose aux critiques présentées *supra* : d'une part, le portefeuille des banques est modifié, le marché des titres perturbé, et les prix mis sous pression ; d'autre part, la monnaie créée atterrit au sein des institutions financières, qui peuvent l'utiliser pour renforcer leurs réserves, ou l'investir dans des actifs spéculatifs ; la retransmission monétaire vers l'économie "réelle" n'est donc pas garantie. Le mode (b) permet d'échapper, théoriquement du moins, à ces critiques : d'une part, le portefeuille des banques n'est que temporairement modifié, ce qui minimise les perturbations sur les marchés ; d'autre part, le Trésor apparaît, *in fine*, comme le destinataire de la nouvelle monnaie créée, qu'il retransmettra directement à l'économie.

Fisher, cependant, n'envisage pas ces deux modes comme des choix alternatifs, mais plutôt comme des étapes successives : le mode (b) n'étant activé que lorsque le mode (a) est épuisé, c'est-à-dire, lorsqu'il n'y a plus de bons du Trésor offerts sur le marché (1936a, p. 207). Il est permis de se demander si son plan ne serait pas consolidé, si le mode (a) était abandonné, et le mode (b) uniquement retenu. Après tout, c'est bien ce dernier mode que Fisher semble envisager lorsqu'il essaye de "vendre" le système 100%. Dans une lettre adressée à Roosevelt, en date du 1^{er} mai 1937, il plaide ainsi pour que toute la monnaie soit « créée par la voie des dépenses de l'État plutôt que, comme actuellement, créée par la voie des prêts des entreprises privées » (Fisher, 1997b, p. 170)¹⁰. C'est également une création monétaire de ce type que prônera Maurice Allais, en proposant l'« inscription explicite des ressources supplémentaires correspondant à l'augmentation de la masse monétaire dans les ressources budgétaires, l'accroissement de la masse monétaire se faisant par la voie des dépenses publiques, et les impôts étant diminués du montant global des émissions monétaires » (1967, p. 22). On pourrait encore comparer ce mode d'émission avec la distribution de monnaie « par hélicoptère » envisagée dans la célèbre métaphore de Milton Friedman (1969, p. 4).

Notons enfin que, quel que soit le mode retenu, la "monétisation" des bons du Trésor aurait pour effet d'améliorer les finances de l'État. C'est en tout cas ce qu'affirme Fisher : « en détenant (en la personne de la Commission monétaire) ses propres bons, l'État réduirait ainsi

¹⁰ La phrase exacte n'est pas aisément traduisible : "(...) so that hereafter all new money is 'spent into existence by the state instead of, as present, being lent into existence by the private companies' (...)". Fisher emploie ici des guillemets car il reprend lui-même l'expression d'un de ses correspondants, homme d'affaires anglais, dont il joint la lettre (sans révéler son nom) à sa propre lettre adressée à Roosevelt.

sa dette » (1936a, p. 206). La Commission, suggère-t-il, conserverait ces bons, plutôt que de les détruire avant échéance. Cela lui procurerait des titres facilement vendables en cas de menace d'inflation. Entre-temps, la Commission recevrait des intérêts de la part du Trésor, qu'elle lui reverserait ensuite. « Ou plutôt, les deux paiements opposés se compenseraient l'un et l'autre en comptabilité. Cela s'appliquerait au principal ainsi qu'aux intérêts » (*ibid.*, p. 207).

1.5. Des arguments globalement bien acceptés... mais qui soulèvent d'autres questions

En matière de contrôle monétaire, les arguments avancés par Fisher et par les autres "auteurs 100%" furent globalement bien acceptés par les économistes. Ainsi, selon Ronnie Phillips :

« Les débats académiques peuvent être résumés en notant que les discussions étaient pour la plupart sympathiques à l'égard du plan (...). Le plan était vu comme un moyen effectif d'améliorer le contrôle de la quantité de monnaie par l'autorité monétaire et de fournir un système de paiements sécurisé, tout en fournissant aussi un moyen d'éviter la nationalisation du système de monnaie et de crédit » (1995, p. 151).

Certains économistes, commentant le plan 100% dans des revues académiques, ont à leur tour endossé la réforme – avec parfois, néanmoins, de sérieuses réserves quant à la version du plan formulée par Fisher. Parmi ceux-ci, on peut citer James W. Angell (1935) et Frank D. Graham (1936). D'autres auteurs, bien que sensibles aux arguments du plan, demeuraient réticents à plaider son adoption. Leonard Watkins, par exemple, reconnaît que, sous le système des réserves fractionnaires, « le contrôle ne peut pas être exercé avec la même vitesse et la même précision qui seraient possibles sous le plan 100 pour cent, et la machinerie de régulation est plus compliquée. Mais il n'est pas sûr que ce seul degré de précision supplémentaire justifie un changement révolutionnaire dans les pratiques bancaires » (1938, p. 37).

Un certain nombre de commentateurs, enfin, attribuaient plus d'inconvénients que d'avantages au système proposé. En plus des critiques exposées *supra*, ils ont argué que les outils préconisés étaient déjà disponibles sous le système existant. Pour Rollin Thomas, par exemple, les opérations d'*open market* sont tout aussi efficaces sous un système 10% qu'elles ne le seraient sous un système 100% (1940, p. 321). Fritz Lehmann (1936, p. 51) et Joseph Reeve (1943, p. 324) affirment même que ces opérations gagnent en efficacité en pouvant s'appuyer sur l'effet de levier du multiplicateur bancaire. Ils font encore valoir que, en cas de menace inflationniste, la banque centrale peut très bien, sous le système actuel, empêcher une trop forte expansion du crédit bancaire en relevant les ratios de réserve (Lehmann, 1936, p. 54 ; Reeve, 1943, p. 324). La récession de 1937-1938, en partie causée par un réhaussement

de ces ratios, illustre cependant les limites de l'outil en question (Dimand, 1993, p. 73). Fritz Lehmann note, enfin : « Le fait que souvent, mais pas toujours, des changements relativement faibles dans le portefeuille de titres de la Banque Centrale soient capables de produire des changements suffisants dans le marché des capitaux me paraît incarner le principal avantage du système 10%. Au moins, ce fait réduit le danger que la Banque Centrale n'essuie des pertes sur les titres achetés durant une dépression à un prix élevé » (Lehmann, 1936, p. 49). Cette hypothèse, cependant, suppose qu'une banque centrale puisse faire faillite, ce qui paraît difficilement concevable. Ces diverses critiques manquent donc d'invalider, par elles-mêmes, les quatre arguments exposés *supra* à l'appui du plan 100%. Les plus sérieuses critiques adressées au plan 100%, en matière de contrôle monétaire, allaient provenir d'un autre angle. Ce n'est plus l'effectivité du contrôle monétaire sous ce système qui allait être mise en question, mais plutôt l'insuffisance de cet argument.

2. Le banquier central comme "pilote" de la politique monétaire : le défi d'une masse monétaire suffisamment élastique sous le système 100%

Le système 100% fut assez largement reconnu, dans la littérature, comme offrant un "véhicule" adéquat pour contrôler la quantité de monnaie. À supposer que cela soit le cas, cependant, d'autres obstacles continueraient à mettre au défi le banquier central. Les critiques du plan ont insisté sur deux risques majeurs : celui du développement de substituts monétaires dans les transactions (2.1), et celui de variations incontrôlables de la vitesse de circulation de la monnaie (2.2). Ces risques posent les questions de la règle d'objectif à adopter (2.3) et du degré de discrétion devant être conféré à l'autorité monétaire (2.4). Ces problématiques concernent, cette fois, le banquier central comme "pilote" de la politique monétaire dans l'hypothèse d'un système 100%.

2.1. Le risque du développement de substituts monétaires dans les transactions

Le plan 100% vise à conférer à l'autorité monétaire un contrôle total sur la quantité de monnaie en circulation. Fisher abandonne la distinction qu'il établissait, dans ses précédents ouvrages, entre d'une part la monnaie légale, constituée des pièces et des billets (*M*), et, d'autre part, la monnaie bancaire, constituée des dépôts à vue (*M'*). Dans *100% Money*, la masse monétaire (*M*) est ainsi élargie : « *toutes les formes de moyens de paiement doivent être placées sous le même contrôle, y compris les billets de banques et les dépôts à vue* » (1935, p. 201, italiques originales).

L'extension de ce contrôle, cependant, ne risquerait-elle pas d'être contournée par le développement de substituts monétaires lui échappant ? Un tel risque fut pointé par James Angell (1935, p. 15), Albert G. Hart (1935, p. 113), Frank Graham (1936, p. 438), Friedrich Hayek (1937, p. 82), Joseph Reeve (1943, p. 320) ou encore Russel Barber (1973, p. 122). Ainsi, selon James Angell : « Si les banques dans leur ensemble trouvaient des moyens d'évasion – par exemple, en rendant les soi-disant dépôts à terme effectivement transférables par chèque – le plan dans son ensemble aurait évidemment de bonnes chances d'échouer » (1935, p. 15). Fisher, certes, n'ignore pas la question : « Il a été suggéré que, tout comme le système 100% (partiel), imposé à la Banque d'Angleterre en 1844 concernant les billets, avait été contourné par un recours aux dépôts à vue, de même le système 100% concernant les dépôts pourrait être contourné d'une manière ou d'une autre, de sorte que le danger de réserves inadéquates réapparaîtrait » (1936a, p. 164). Ce risque, cependant, ne semble pas le préoccuper outre-mesure : « On ne peut guère trop insister sur le fait qu'un compte d'épargne, sans l'avantage du transfert par chèque, est radicalement différent d'un compte à vue. [...] Un dépôt d'épargne ne devrait en aucun cas être appelé un dépôt. Ce n'est pas de la monnaie, et ce n'est pas, d'ordinaire, utilisé comme monnaie. C'est simplement un "actif rapide" comme un Liberty Bond qui peut être plus rapidement vendu que des actifs ordinaires » (*ibid.*, p. 168). Il reconnaît, certes, que ces actifs rapides pourraient être utilisés dans le règlement des transactions, mais cette possibilité reste mince, selon lui, dès lors que les actifs en question sont rémunérés (*ibid.*, p. 164). Ainsi, à Henry Simons qui lui faisait part de sa préoccupation pour ce type de risque, Fisher se contentait de répondre que « c'est un fait statistique que tout ce qui est porteur d'intérêt ne circule pas aussi vite que ce qui ne porte pas d'intérêt », ajoutant qu' « il y a une immense différence entre des actifs liquides et des actifs en cash » (Lettre de Fisher à Simons du 14 décembre 1934, in Fisher, 1997b, p. 130). Comme le fait remarquer Phillips, « Fisher fournit une réponse de nature empirique aux préoccupations théoriques de Simons » (1995, p. 92). L'argumentation de Fisher, sur ce point, résiste difficilement à la critique.

S'il minimise le risque des substituts monétaires, Fisher prévoit néanmoins des dispositions légales à cet effet : « Interdire tous substituts à la monnaie scripturale et toutes autres évasions de cette loi (telles que le tirage de chèques à partir de dépôts d'épargne) » (1936a, p. 23). Pour Frank D. Graham, une telle disposition légale serait suffisante pour prévenir un éventuel contournement du système : « Peu importe à quel point les émetteurs potentiels de dette privée pourraient vouloir faire circuler cette dette comme monnaie, cela ne serait

pratiquement pas possible si son acceptation était sujette à sanction. » (1936, p. 438). Albert G. Hart, de son côté, recommande plutôt des dispositions incitatives, plus efficaces selon lui : « Jusqu'à un certain point les mesures répressives (...) pourraient dissuader de telles pratiques. Mais sans aucun doute, la mesure la plus effective serait de s'assurer que l'usage des chèques demeure, comme à présent, moins cher et plus pratique que des modes de règlement alternatifs » (1935, p. 114). Selon Hart, certaines versions du plan 100%, en rendant l'utilisation des règlements par chèque plus onéreuse que sous le système actuel, favoriseraient le risque d'évasion. Tel serait le cas, notamment, si l'activité de banque de dépôts devait désormais être rémunérée par des frais de service applicables aux déposants (Hart, 1935, p. 113 ; Angell, 1935, p. 14). Pour supprimer ces incitations, plusieurs auteurs ont suggéré que les frais de tenue de compte soient pris en charge par l'État. La gestion des dépôts pourrait ainsi être confiée à une banque publique (Gardiner Means, selon Phillips, 1995, p. 70), à des agences d'État au plan local (Currie, 1934, p. 151), ou encore aux banques postales (Bostrom, selon Hart, 1935, p. 111 ; Tugwell, selon Phillips, 1995, p. 70). Une alternative consisterait à verser une subvention aux banques privées (Friedman, 1960, p. 71).

On peut se demander, enfin, si le meilleur moyen de dissuader l'usage de substituts monétaires ne consisterait pas, avant tout, à rendre la monnaie légale suffisamment abondante et pratique d'utilisation. En effet, comme le souligne Frank D. Graham, « les substituts au cash ne se développent que lorsqu'ils offrent une convenance pratique supérieure pour chacune des parties immédiatement concernées » (1936, p. 438). Le contournement du *Bank Charter Act* de 1844 pourrait en partie s'expliquer ainsi. D'une part, les dépôts à vue offraient un mode de règlement souvent jugé plus commode que les billets. D'autre part, la règle de politique monétaire du *Bank Charter Act* laissait peu de place à l'élasticité, la Banque d'Angleterre étant, elle-même, soumise à 100% de réserves. Selon Leonard Watkins, cette contrainte restreignait fortement sa marge d'intervention en tant que banque centrale : « les réglementations particulières concernant l'émission de billets devinrent une entrave certaine à une politique effective du crédit des années plus tard lorsque la Banque d'Angleterre fut transformée plus complètement en une banque centrale, indiquant que le plan 100 pour cent n'est pas approprié pour réguler l'activité de banque centrale. Il est conçu pour contrôler les institutions commerciales et ainsi aider au contrôle [exercé par] la banque centrale » (1938, p. 16).

Supposons, par contre, que la monnaie centrale, émise par l'État et garantie à 100%, soit transférable à l'aide des supports de paiement jugés les plus commodes par les utilisateurs¹¹. Supposons, en outre, qu'elle soit émise en quantité suffisamment abondante pour répondre à l'ensemble des besoins monétaires de l'économie. On pourrait alors se demander si les agents prendraient le risque d'accepter, en règlement de leurs transactions, d'autres moyens de paiements plus risqués. Autrement dit, la réponse au risque du développement de substituts monétaires pourrait résider dans l'adaptabilité de la quantité de monnaie (M) au niveau des transactions (T). S'il manque d'établir cet argument, Fisher insiste, en revanche, sur l'importance de conférer à la masse monétaire une élasticité suffisante. « Il est tout à fait vrai, dit-il, que la monnaie devrait s'étendre et se contracter à mesure que l'activité s'étend ou se contracte. C'est la préoccupation principale de ce livre. Mais nous avons besoin d'une adéquation plus authentique entre la monnaie et l'activité que la dépendance dette-dépôts ne pourra jamais nous fournir » (1936a, p. 177). Une fois le nouveau système 100% institué, admet l'auteur, il serait tout à fait possible de conserver la quantité de monnaie inchangée, de manière perpétuelle. Il s'agirait de la forme la plus simple, « automatique », du plan 100%, telle qu'elle fut notamment préconisée par Henry Simons (1933, p. 43)¹² et par James Angell (1935, p. 26). Dans cette configuration, note Fisher, la masse monétaire restant fixe, il deviendrait inutile d'instaurer une Commission monétaire. Une telle option, cependant, « pourrait mener à une déflation progressive et douloureuse » (Fisher, 1936a, p. 26). C'est pourquoi, « afin de fournir l'élasticité requise, une gestion continue de la masse monétaire serait nécessaire » (*ibid.*). Nous traiterons plus loin des possibilités d'une telle gestion (voir *infra*, 2.4).

2.2. Le risque de variations incontrôlables de la vitesse de circulation monétaire

Une autre limite majeure du système 100% fut soulignée, de manière récurrente, par les critiques. Cette fois, ce n'est plus la possibilité de contrôler le périmètre entier des moyens de paiement qui fut mise en question, mais l'insuffisance de cette condition. En effet, même en admettant que le volume de monnaie (M) puisse être effectivement contrôlé, sa vitesse de circulation (V) continuerait d'être sujette à variations. Ainsi, le contrôle de la circulation monétaire totale (MV) serait rendu inopérant, et l'autorité monétaire demeurerait impuissante face aux booms et dépressions. William Allen résume cette interrogation : « des changements

¹¹ On relèvera ici cette remarque de Phillips, qui note que « si la technologie d'aujourd'hui avait été disponible en 1933, le plan 100 pour cent aurait été imminemment faisable » (1995, p. 183).

¹² Dans ses écrits ultérieurs, cependant, Simons se ralliera progressivement à l'objectif d'une stabilisation des prix, plutôt que de la quantité de monnaie. Cette évolution lui sera reprochée par Milton Friedman (1967).

inattendus et largement non contrôlés dans la vitesse de circulation monétaire vont-ils miner les efforts de stabilisation qui pourraient sinon être effectifs ? » (1993, p. 716).

Cette préoccupation tirait particulièrement l'un des auteurs du "*Chicago Plan*", Henry Simons, comme en atteste cette lettre adressée à Fisher en janvier 1934 :

« Notre mémorandum, tel que je le vois maintenant, révèle une sérieuse omission : nous n'avons rien dit quant au problème d'empêcher une transformation de l'activité de banque de dépôt qui pourrait rendre notre réforme radicale complètement vide, nominale, et sans substance... » (Lettre de Simons à Fisher du 19 janvier 1934, in Fisher, 1997b, p. 126).

Il poursuivait, dans une autre lettre écrite quelques mois plus tard :

« On gagnerait peu à placer les dépôts à vue sur une base de 100%, si ce changement était accompagné d'une disposition croissante à conserver des réserves liquides de "cash" sous la forme de dépôts à terme, et d'un accroissement des dispositifs le permettant. Le fait que de tels dépôts ne puissent servir de moyens de paiement n'est pas d'une importance décisive ; car ils sont un moyen de substitution effectif pour maintenir des soldes en cash. L'expansion des dépôts [à terme]¹³, en provoquant la déthésaurisation de moyens de paiement, pourrait être tout aussi inflationniste que l'expansion des dépôts à vue – et leur contraction tout aussi déflationniste ; et le problème des "runs" continuerait à se poser » (Lettre de Simons à Fisher du 4 juillet 1934, in Fisher, 1997b, p. 128).

Fisher, cependant, persistait à minimiser le risque en question, ce dont Simons se plaignit auprès de Hayek : « je donnerais beaucoup pour pouvoir exposer clairement votre point de vue (et le mien) à plusieurs convertis bien trop pressés et enthousiastes – avant tout, à Irving Fisher, avec lequel j'ai passé des heures et des heures sans lui faire comprendre ce que vous avez expliqué si clairement¹⁴ » (Lettre de Simons à Hayek du 18 décembre 1934, citée par Phillips, 1995, p. 91).

Par ailleurs, George Robinson (1937, p. 445), Leonard Watkins (1938, pp. 411-439) et Harry Gunnison Brown (1940, p. 312) ont noté, à juste titre, que le système 100% ne mettrait pas fin au principe des réserves fractionnaires, celui-ci continuant à s'appliquer aux dépôts à terme. Dès lors, une encaisse conservée sous forme de dépôts à vue, en étant transférée vers un compte d'épargne, « permettrait une expansion des dépôts et des actifs par les banques d'épargne », tandis qu'un transfert en sens inverse aurait l'effet opposé (Watkins, 1938, p. 50). Selon Brown, « une déflation serait alors possible à travers l'oscillation des dépôts dans

¹³ Simons écrit ici « dépôts à vue », mais il s'agit là, très vraisemblablement, d'une faute de frappe.

¹⁴ Simons répondait à une lettre de Hayek, du 1^{er} décembre 1934, dans laquelle celui-ci estimait qu'il n'était pas possible « de réguler la quantité de tous les moyens de paiement, y compris même les ressources très liquides qui seraient occasionnellement utilisées en lieu et place de soldes en cash » (in Phillips, 1995, p. 91).

de telles institutions » (1940, p. 313). Andrzej M. Neuman, de son côté, fit remarquer que « les prêts sont considérés par les créiteurs comme étant plus ou moins des substituts au cash », ce qui « affecte le degré de substituabilité entre ces prêts et la monnaie. Plus la liquidité de ces prêts s'approche de la liquidité du cash, plus cela libère du cash pour d'autres usages », et plus elle s'en éloigne, plus cela conduit à augmenter les réserves en cash (1937, p. 58). Benjamin Higgins, enfin, note qu' « il pourrait toujours y avoir des "ruées" sur les dépôts à terme, ce qui pourrait nécessiter le rappel de prêts et pourrait ainsi résulter en une déflation » (1941, p. 92).

Fisher avait, certes, conscience du fait que des variations dans la vitesse de circulation de la monnaie (V) pourraient toujours être sources de perturbations :

« Nous avons vu que, sous le système 100%, les prêts pourraient croître ou décroître librement sans nécessiter une action similaire du côté des dépôts. (...) Mais, alors que le volume des moyens de paiement serait ainsi libéré des perturbations, la vitesse de circulation pourrait toujours être sujette à diverses perturbations fâcheuses. Par exemple, après une période de surendettement et de spéculation, il pourrait toujours y avoir une précipitation de ventes en panique et par conséquent une hausse de la thésaurisation ; c'est-à-dire, il pourrait y avoir une baisse de la vitesse de circulation » (Fisher, 1936a, p. 101).

Mais il en minimisait la portée, en avançant, une fois encore, des arguments empiriques. Les meilleures études sur la vitesse de circulation, affirmait-il, « montrent qu'en temps normal, elle varie peu » (*ibid.*, p. 102).

Cette relative insouciance de Fisher contraste avec la vive inquiétude exprimée par Simons, qui conduisit ce dernier à prôner l'interdiction de toute forme de créances à court terme. Selon Simons, « le problème consiste à évoluer vers un système dans lequel les créiteurs seraient dans l'incapacité de réclamer rapidement, et d'exiger rapidement de la part des entreprises en général, une liquidation rapide et impossible » (1936, p. 17). Il en appelle donc à « l'abolition de l'activité bancaire, c'est-à-dire, de tous les arrangements institutionnels spéciaux pour un financement de court terme à grande échelle » (*ibid.*, p. 16). L'idée que le plan 100% ne pourrait atteindre son objectif sans interdire, en même temps, tout endettement à court terme, fut partagée par Rollin Thomas (1940, p. 317), Joseph Reeve (1943, p. 324) et Lloyd Mints (1945, p. 270). Milton Friedman, à l'inverse, se démarquera de Simons sur ce point, notant que ses craintes du « danger de changements brusques du côté de la vitesse de circulation » sont injustifiées (1967, p. 12).

Quant à Fisher, au moins deux raisons expliquent qu'il semble si peu préoccupé par l'instabilité inhérente aux emprunts de court terme. Tout d'abord, il considère que les

mouvements de thésaurisation et de déthésaurisation sont essentiellement attribuables aux défauts du système monétaire en vigueur : « Les ruées sur les banques d'épargne, affirme-t-il, suivent en général une contraction des moyens de paiement », et ainsi « ces déflations sont largement dues aux réserves inadéquates derrière les comptes à vue » (1936a, p. 166). Avec le système 100%, ces mouvements seraient donc largement atténués. Par ailleurs, selon l'auteur, la durée moyenne des prêts serait considérablement allongée sous le nouveau système. Si, dans le système actuel, les banques privilégient les prêts à court terme, c'est uniquement pour demeurer liquides en cas de ruée aux guichets. Avec des réserves de 100%, affirme Fisher, ce risque disparaîtrait (*ibid.*, p. 147).

Enfin, précise l'auteur, même si d'importants mouvements sur les dépôts à terme devaient se produire, une solution existe : « l'effet de la vitesse de circulation sur le niveau des prix pourrait probablement être compensé par une augmentation adéquate du volume » (*ibid.*, p. 102). Cela revient à poser, une fois encore, la nécessité d'une gestion active de la masse monétaire sous le système 100%.

2.3. L'objectif d'une stabilisation des prix et la nécessaire élasticité du volume de monnaie

La résolution des deux problématiques évoquées précédemment semble donc appeler une même solution : une gestion active et adéquate de la masse monétaire. En effet, prévenir l'utilisation de substituts monétaires implique que la quantité de monnaie s'adapte aux variations du niveau d'activité, symbolisé par le volume des transactions (T) ; tandis que neutraliser les mouvements de thésaurisation et de déthésaurisation implique qu'elle s'adapte aux variations de la vitesse de circulation (V). En utilisant l'équation des échanges ($M.V = P.T$)¹⁵, cela revient à considérer que ces deux risques supposent une adaptabilité suffisante de M aux variations de T ou de V. Les grandeurs T et V n'étant pas aisément mesurables, c'est le quatrième paramètre de l'équation, le niveau général des prix (P), qui sert à indiquer s'il y a lieu d'augmenter ou de réduire le volume de monnaie (M). Telle est l'analyse faite par Fisher : « La véritable abondance ou pénurie de monnaie n'est jamais enregistrée dans le marché des prêts. Elle est enregistrée dans l'indice des prix. Si les prix montent cela signifie que la monnaie est abondante. Si les prix baissent cela signifie que la monnaie vient à manquer » (1936a, p. 184). Pour cette raison, l'auteur propose de suivre le critère qui fut adopté avec succès par la Suède : celui d'un indice fixe du coût de la vie (*ibid.*, p. 97). Exiger

¹⁵ La masse monétaire (M) englobe ici, rappelons-le, à la fois la quantité d'espèces en circulation (pièces, billets) et les dépôts à vue, qui étaient respectivement désignés par M et M' dans les précédents ouvrages de Fisher. Dans *100% Money*, l'équation des échanges n'est plus $M.V + M'.V' = P.T$, mais $M.V = P.T$.

la stabilité du niveau des prix, affirme-t-il, « est pratiquement la même chose que d'exiger du volume de monnaie qu'il corresponde au volume d'activité » (1946, in Fisher, 1997a, p. 310). En d'autres termes, la stabilité de la valeur de la monnaie requiert une adaptabilité constante de son volume. Fisher compare à nouveau la politique monétaire à la conduite d'un véhicule : « La stabilisation, précise-t-il, consiste dans les petites corrections constamment requises (...) pour conduire la voiture et la maintenir dans la bonne direction » (1936a, p. 101).

Une parenthèse doit ici être ouverte pour souligner ce qui, selon nous, constitue une faille importante dans le discours de Fisher. Bien qu'il prône une politique monétaire active, il considère celle-ci comme étant largement souhaitable, mais non absolument indispensable, pour le fonctionnement du système 100%. Selon ses propres termes, le système 100% seul, c'est-à-dire sans gestion monétaire, serait un « bon » système, qui pourrait « probablement très bien marcher » - même si, ajoute-t-il, un système avec gestion monétaire active serait bien meilleur (*ibid.*, p. 104). À plusieurs reprises, également, il insiste sur la proximité entre son propre plan et le *Bank Charter Act* de 1844, sans souligner cependant la différence essentielle entre les deux plans concernant la liberté d'action accordée à la banque centrale. Certes, comme le précise Fisher, « le système 100% est, en théorie, entièrement indépendant de toute politique monétaire particulière » (*ibid.*, p. 96). Pourtant, comme nous l'avons vu, plusieurs raisons poussent à considérer l'élasticité monétaire comme une condition nécessaire à la viabilité du système 100%. Cette critique fut adressée à Fisher par les deux banquiers, F. R. von Windegger, président, et W. L. Gregory, vice-président, de la *Plaza Bank of St. Louis*, dont il reproduit les commentaires en annexe de *100% Money*. Ceux-ci lui adressent le reproche suivant : « Nous relevons l'affirmation faite à deux ou trois reprises que le Système 100% pourrait être institué sans une gestion monétaire. Depuis que nous lisons et réfléchissons à votre plan 100%, nous sommes devenus tellement convertis à l'idée du plan utilisé en conjonction avec une gestion monétaire, que nous devons ici exprimer l'espoir que vous n'autorisiez pas ces deux choses à être séparées » (*ibid.*, p. 233).

Concernant maintenant la manière dont la stabilité des prix pourrait être atteinte, Fisher semble postuler que le seul contrôle du volume de monnaie serait suffisant. En d'autres termes, le contrôle exercé sur M permettrait toujours, à lui seul, de stabiliser P, quelles que soient les variations de V et de T. Comme le fait remarquer Fritz Lehmann : « L'arrière-plan théorique des plans 100% est l'hypothèse selon laquelle la quantité de monnaie, bien qu'elle ne soit pas le seul facteur important dans le contexte monétaire, est le seul qui soit suffisamment en mesure d'être géré » (1936, p. 38). Sur ce point, ainsi que sur l'objectif

retenu d'une stabilisation des prix, l'approche de Fisher s'oppose fondamentalement à celle du "*Chicago Plan*". Pour Henry Simons et ses collègues, les variations de M et de V doivent toutes deux être limitées au maximum pour stabiliser l'économie. Cela emporte trois conséquences : (1) la quantité de monnaie (M) doit être régulée de manière automatique, voire fixée une fois pour toutes ; (2) la vitesse de circulation (V) doit être contrôlée autant que possible, ce qui implique une réglementation bancaire contraignante, et idéalement la suppression de toute forme d'endettement à court terme ; (3) le niveau général des prix (P), quant à lui, doit être autorisé à fluctuer, ce qui appelle la suppression des rigidités des prix et des salaires (Simons, 1933, p. 42). Pour Fisher, au contraire, l'objectif est de stabiliser le niveau général des prix (P). À cette fin, le seul contrôle du volume de monnaie (M) apparaît suffisant, à condition qu'il soit exercé de manière « responsable » (1936a, p. 214). Cette responsabilité incombant à l'État, la masse monétaire doit être rendue parfaitement exogène, ce qui est l'objet même du plan 100%. Concernant la vitesse de circulation, Fisher affirme avoir renoncé à la contrôler, celle-ci lui paraissant généralement stable. Dans une lettre à Theodore Morgan, en date du 25 septembre 1945, il déclare ainsi : « J'ai essayé, il fut un temps, d'introduire dans le plan une méthode de taxation pour contrôler l'influence de 'V'. Mais je l'ai abandonnée après avoir réalisé que 'V' est en réalité presque constante sous les conditions qui prévaudraient si le plan 100% était mis en œuvre (...) » (Fisher, 1997b, p. 242). À aucun moment, par contre, Fisher ne semble avoir envisagé de supprimer les possibilités d'endettement à court terme. Comme nous l'avons vu, il préconisait au contraire un allègement de la régulation bancaire.

On pourra noter, enfin, la forte proximité entre la position de Fisher et celle exprimée, quelques années plus tôt, par un groupe d'économistes de Harvard. Dans un mémorandum de 1932, contenant un programme anti-dépression, Lauchlin Currie, Paul T. Ellsworth et Harry Dexter White observaient en effet que « le système bancaire ne peut influencer le taux de dépense qu'indirectement. Il peut, cependant, à travers son contrôle sur les dépôts à vue, contrôler au sein de vastes limites le volume des moyens de paiement, et il peut compenser, dans une large mesure, les changements de taux de dépenses en changeant le volume des moyens de paiement » (Laidler and Sandilands, 2002, p. 535). Lauchlin Currie, rappelons-le, proposera l'instauration d'un système à 100% de réserves en 1934¹⁶. L'objectif d'un contrôle du niveau des prix, observe-t-il alors, « demande une politique hautement énergétiquement de la

¹⁶ Notons qu'il affirme avoir développé cette proposition sans avoir eu, au préalable, connaissance du mémorandum de Chicago (Currie, 1934, p. 156).

part de la banque centrale et un haut degré d'effectivité du contrôle monétaire » (1934, pp. 3-4).

Dans la littérature académique, cette argumentation fut jugée convaincante par plusieurs commentateurs du plan de Fisher. Frank D. Graham, répondant en particulier aux critiques de Brown (1940) et de Thomas (1940) énoncées *supra*, déclarait par exemple : « L'idée est que des aberrations dans la vitesse de circulation plus ou moins contrôlable de la monnaie seraient compensées par des changements appropriés et adéquats de son volume. Cela ne marcherait peut-être pas sans problème, mais cela marcherait » (1941, p. 338). Leonard Watkins, bien qu'il insistait sur le risque des variations de la vitesse de circulation, concédait au système 100% un avantage à cet égard : « il serait nécessaire pour les autorités monétaires de s'engager dans une politique continue de compensation afin de s'ajuster à ces variations. Il devrait être plus facile, cependant, de procéder aux ajustements nécessaires sous le plan 100%, une fois l'expansion multiple des banques commerciales éliminée, que sous notre système actuel de réserves fractionnaires » (1938, p. 440). Une gestion effective du volume de monnaie (M), permettant de contrebalancer les variations de sa vitesse de circulation (V), suppose cependant que la banque centrale soit en mesure de gérer la masse monétaire avec suffisamment de liberté. Cette question renvoie à la marge de discrétion qui lui serait laissée.

2.4. La nécessité d'une banque centrale dotée de pouvoirs discrétionnaires

Fisher, on l'a vu, argumente de manière répétée en faveur d'une gestion monétaire active de la masse monétaire. Pour cela, il recommande tout à la fois une règle d'objectif de la politique monétaire, qui s'imposerait à la banque centrale, et des pouvoirs d'action discrétionnaires, qui permettraient à celle-ci de remplir son mandat. Cette discrétion, insiste-t-il, ne porterait que sur la seule méthode de pilotage à adopter : « Afin de fournir l'élasticité requise, une gestion continue de la masse monétaire serait nécessaire, bien que cette gestion ne nécessite pas plus de discrétion que la discrétion d'un chauffeur à qui l'on ordonne de suivre une route définie [et] prescrite » (1936a, p. 24). Cette discrétion paraît essentielle, dès lors que l'on fixe au pilote monétaire l'objectif de stabiliser la valeur du dollar. Fisher se distingue ici de la plupart des autres "auteurs 100%", qui, dans la lignée de Simons, plaideront plutôt pour un ajustement automatique, mécanique, de la quantité de monnaie. Milton Friedman propose ainsi d'adopter un taux de croissance fixe de la masse monétaire, qu'il estime entre 3 et 5% par an (1960, pp. 90-91). Maurice Allais, qui relève le caractère peu souple et « éventuellement dangereux » de cette proposition, suggère quant à lui d'augmenter le volume de monnaie « suivant un taux fixé chaque année par la loi à un niveau égal au taux de croissance du PNB réel de l'année

précédente majoré de 1% » (1967, p. 22). Si la formule d'Allais offre plus d'élasticité que celle de Friedman, elle suppose néanmoins un ajustement *a posteriori* de la quantité de monnaie. Pour Fisher, en revanche, la politique monétaire ne doit pas simplement s'adapter, passivement, aux variations observées de l'indice des prix ; elle doit encore être proactive, en anticipant les variations à venir. Il recommande ainsi que la monnaie soit injectée « au moindre signe de déflation », et retirée au moindre signe d'inflation (1937). Pour cela, la discrétion est essentielle. L'auteur précise davantage sa position dans le *Program for Monetary Reform* de 1939, qu'il corédige avec cinq autres économistes¹⁷. Selon des termes en apparence contradictoires, il y est indiqué que « [le critère monétaire] et les moyens de l'atteindre doivent être définis de manière si étroite par le Congrès qu'ils ne laissent qu'un minimum de discrétion à l'Autorité monétaire » (Fisher et al., 1939). Concernant la gestion monétaire, le même texte précise par contre : « L'Autorité monétaire devrait, bien sûr, disposer de la discrétion la plus large possible en ce qui concerne les méthodes qu'elle estimerait les plus indiquées pour atteindre les objectifs stipulés dans son mandat. Autrement dit, elle devrait être absolument libre d'utiliser tout ou partie de ses pouvoirs sur la monnaie et sur les banques selon son propre [et] meilleur jugement ; mais (...) [elle] ne devrait pas être libre de dévier du mandat qui lui serait donné par le Congrès » (*ibid.*, soulignage original). Cette prise de position ne fut pas sans soulever certaines critiques. James Angell, par exemple, voit d'un très mauvais œil les « corrections continues » de la quantité de monnaie qui seraient requises dans le plan de Fisher, à qui il reproche de vouloir trop « jouer » (*tinker*) avec la monnaie (1935, p. 20). Une critique que l'accusé semble assumer pleinement : « Si nous devons avoir un dollar solide et stable, alors il nous faut "jouer" avec en permanence – mais d'une manière réfléchie et non d'une manière aléatoire comme à présent, lorsque autant de banques jouent ce jeu indépendamment » (1936a, p. 186).

Ainsi, chez Fisher, le banquier central ne conduirait pas seulement un véhicule prétendument parfait pour la conduite ; il aurait encore les mains libres, pour suivre le plan de vol tracé par le Congrès. Ce "pilotage manuel", cependant, soulève une question délicate : comment décider s'il y a lieu d'injecter, ou de retirer, de la monnaie en circulation ? D'une manière qui peut surprendre, lorsqu'il aborde ce problème, Fisher semble ne plus considérer le *central banking* comme une science, mais plutôt comme un art. Il suggère que le banquier central surveille, en permanence, une gamme d'indicateurs et de signaux la plus large possible :

¹⁷ Paul Douglas de l'Université de Chicago, Earl Hamilton de l'Université de Duke, Willford King de l'Université de New York, ainsi que Frank Graham et Charles Whittlesey de l'Université de Princeton.

« Les menaces d'une perturbation du niveau des prix pourraient être détectées en regardant non seulement l'indice officiel (celui du coût de la vie lui-même), mais aussi d'autres indicateurs, comme les indices des prix de gros, les prix des produits de base, les produits sensibles, les produits fermiers, les produits non fermiers, les biens à destination des producteurs, les biens à destination des consommateurs, les matières premières, les produits finis ; les actions, les obligations ; la production, la consommation, le commerce (incluant le commerce extérieur) ; les stocks ; les améliorations en termes de coûts et de technologie, et les profits, pertes et faillites qui s'ensuivent ; l'endettement ; l'emploi, le chômage ; les taux d'intérêt » (Fisher, 1936a, p. 110).

En d'autres termes, la banque centrale serait supposée, à tout moment, "tâter le pouls" de l'économie, afin de détecter le plus en amont possible tout excès ou insuffisance de monnaie dans la circulation.

Si Fisher préconise de suivre un aussi grand nombre d'indices, c'est parce que, précise-t-il, « les prix de détail sont "collants" – lents à bouger » ; aussi, d'autres indices, comme les prix de gros, « devraient *également* être utilisés dans le but, au moins, d'être *surveillés* par l'Autorité monétaire comme des signaux indiquant par avance dans quelle direction les prix de détail tendront à évoluer plus tard » (1946, in Fisher, 1997a, p. 309, italiques originales). De cette manière, l'auteur répond à la critique, adressée par Angell notamment (1935, p. 20-22), selon laquelle les prix de détail étaient trop rigides pour servir d'indicateurs adéquats. Il fournit également des éléments de réponse à une autre critique qui aurait pu lui être adressée : celle selon laquelle une inflation monétaire peut se manifester prioritairement dans les prix d'actifs. Dans les années ayant précédé le krach de 1929, par exemple, les banques multipliaient les prêts aux courtiers (Barber, 1985, pp. 71-75), et, entre 1926 et 1929, les prix des actions ont presque doublé, leur indice passant de 100 à 190,3 (Phillips, 1995, p. 19). En surveillant les prix d'actifs, comme le préconise Fisher, la banque centrale pourrait certainement mieux anticiper l'éclatement d'une bulle spéculative. Par ailleurs, peut-on ajouter, en canalisant la création monétaire dans la voie des dépenses publiques, le plan 100% empêcherait toute injection monétaire directement sur les marchés.

La proposition d'une gestion monétaire discrétionnaire, enfin, soulevait la question du risque d'abus de pouvoir qui en découlerait. Cette critique fut, là encore, portée par James Angell, qui dénonçait les « graves possibilités de manipulation et d'abus politiques » contenues dans le plan de Fisher, qui rendaient sa proposition « extrêmement dangereuse » (1935, p. 28). Henry Simons partageait ce point de vue, jugeant qu'une règle de stabilisation des prix « laisserait trop de place à la discrétion administrative et à la manipulation politique » (1933,

p. 45). Fisher, sans ignorer le risque en question, ne s'est pas particulièrement étendu sur le sujet. Il insistait, simplement, sur l'importance d'inscrire dans la loi le système proposé, qui confierait « à une autorité centrale le seul pouvoir de réguler la quantité de monnaie par l'achat et la vente de bons, et toujours selon une mesure exacte. Cette autorité, ajoutait-il, pourrait être rendue sujette à *impeachment* en cas de délit dans l'exercice de ses fonctions » (1936a, p. 213).

Conclusion

Le plan "100% monnaie" d'Irving Fisher, inspiré du "*Chicago Plan*", connut une réception quelque peu paradoxale au sein de la sphère académique. Ses principaux arguments en matière de contrôle monétaire furent globalement bien acceptés, comme l'ont noté Rollin Thomas (1940, p. 115) ou Ronnie Phillips (1995, p. 151). Se posait la question, dès lors, de comprendre pourquoi le plan manqua de récolter suffisamment de soutien pour être adopté. Plusieurs raisons tenaient au contexte historique des années 1930. Comme le fait remarquer Robert Dimand, « l'attention des économistes professionnels fut détournée par deux événements : la publication de la "Théorie générale" de Keynes, (...) et l'éclatement de la Seconde Guerre mondiale (...) » (1993, p. 73). De surcroît, l'enthousiasme débordant de Fisher « rendait les économistes méfiants » (*ibid.*, p. 72). William Allen, de son côté, relève plusieurs questions théoriques restées insuffisamment tranchées. Les problèmes posés, en particulier, par la possibilité du développement de substituts monétaires, ainsi que par des variations de la vitesse de circulation de la monnaie, ne semblaient pas résolus. De même, l'on pouvait se demander si d'autres solutions alternatives au plan 100%, moins radicales, ne permettraient pas d'atteindre les mêmes résultats (1993, p. 716). Allen, notant que Fisher n'ignorait pas ces questions, en déduit que « ses arguments ne furent pas suffisamment persuasifs » (*ibid.*).

Cette remarque mène à la première conclusion de ce papier. Il nous semble que les textes de Fisher contenaient suffisamment d'éléments qui, en étant mieux exploités par l'auteur, auraient permis d'argumenter plus solidement face aux critiques soulevées. Fisher, en particulier, accordait beaucoup d'importance à l'élasticité monétaire. À cette fin, en contraste frappant avec la majorité des autres "auteurs 100%", il proposait de doter la banque centrale de pouvoirs discrétionnaires, visant à répondre au plus près aux besoins monétaires de l'économie. Il aurait pu mobiliser cet argument, notamment, en réponse au risque du développement de substituts dans les transactions. Il a de plus, selon nous, manqué d'observer que l'élasticité monétaire était une condition nécessaire, et non pas simplement souhaitable, à

la viabilité de son plan. Une lecture superficielle de son ouvrage pourrait laisser croire que Fisher, à l'instar des auteurs de Chicago, aurait pu se satisfaire d'une masse monétaire fixe, qui était pourtant loin de recueillir les faveurs de l'auteur. Enfin, l'argumentation de Fisher nous paraît fragile sur un point essentiel. L'auteur semble, en effet, minimiser les perturbations causées par des opérations d'*open market* menées à grande échelle, tout en surestimant leur efficacité en termes de transmission monétaire. Sa proposition gagnerait selon nous à ne retenir qu'un seul mode de création de monnaie : celui où le Trésor procéderait, en parallèle, à l'émission de nouveaux bons – apparaissant ainsi comme le véritable destinataire de la monnaie créée. À moins, comme le propose Allais, d'autoriser la banque centrale à créditer directement le compte du Trésor, ce qui aboutirait au même résultat. À défaut d'une telle coopération entre les autorités monétaire et budgétaire, l'injection de monnaie sur l'*open market* tendrait à perturber les marchés, et sa transmission vers l'économie manquerait d'être assurée.

Partant de ces diverses considérations, nous ne partageons pas cette autre conclusion de Phillips, lorsque celui-ci affirme qu'« il est également clair que, parce que les problèmes ont été clairement posés et reconnus à la fois par les partisans et les détracteurs du plan, la seule façon de les résoudre passerait par une mise en œuvre effective du plan et l'observation des résultats » (1995, p. 151). Il nous semble, au contraire, que le champ des débats entourant le plan 100% reste ouvert. Beaucoup de questions n'ont pas été tranchées, et les arguments qui s'y rattachent, favorables ou non à l'idée du plan, gagneraient à être davantage clarifiés et confrontés. Telle est la deuxième conclusion de ce papier.

Une troisième conclusion, enfin, concerne la perception générale du plan 100% dans la littérature économique. Celui-ci est souvent associé à l'idée d'une quantité de monnaie rigide, inélastique¹⁸. Il est vrai que la plupart des "auteurs 100%" proposaient de combiner leur plan de réforme avec une politique monétaire automatique, qui réglerait mécaniquement le volume de monnaie en circulation. Fisher lui-même, malgré ses préoccupations pour une monnaie élastique, ne s'est sans doute pas assez démarqué de cette approche. Pourtant, le plan 100% en

¹⁸ Alvin Hansen, par exemple, dénonce avec vigueur la « camisole de force monétaire » dans laquelle les propositions de Simons et Angell placeraient la communauté (1938, p. 114). Ce n'est que dans une note de bas de page qu'il mentionne la version de Fisher : « Le plan cent-pour-cent monnaie, bien sûr, n'impliquerait pas nécessairement une masse monétaire fixe. En effet, certains partisans, comme, par exemple, Soddy et Fisher, se prononcent pour une masse monétaire croissante adéquate pour maintenir un niveau de prix stable » (*ibid.*, p. 116). Cela ne l'empêche pas, cependant, d'associer système 100% et rigidité monétaire : « Partant de la supposition qu'il serait souhaitable de rendre la monnaie "neutre", la proposition cent-pour-cent finit par se ramener à l'idée de simplement fixer de manière pure et simple la quantité de monnaie, ou bien de l'ajuster simplement à la croissance de la population » (*ibid.*, p. 113).

lui-même ne concerne que l'organisation du système monétaire à adopter (le "véhicule"), et non la politique monétaire à appliquer (le "pilotage"). Or, c'est avant tout de cette dernière que dépend l'élasticité monétaire. Aujourd'hui, alors que le plan 100% suscite un regain d'intérêt sur la scène internationale, ce point mérite d'être souligné. L'opinion, largement répandue, qui associe « 100% monnaie » et rigidité monétaire, doit certainement être reconsidérée. L'enjeu d'une gestion monétaire élastique, dans une configuration où la monnaie centrale couvrirait le périmètre entier des échanges, soulève en retour d'autres difficultés encore insuffisamment débattues – par exemple, sur la capacité des banques centrales à s'acquitter d'une telle fonction, inédite dans l'histoire monétaire. Rappelons, enfin, que nous n'avons traité ici que du système 100% sous l'angle des possibilités de contrôle qu'il prétend offrir. Le plan formulé par Fisher contient d'autres arguments, et soulève d'autres problèmes, que ceux qui ont pu être abordés dans ce papier.

Références :

- Allais, M. (1947), *Économie et intérêt : présentation nouvelle des problèmes fondamentaux relatifs au rôle économique du taux de l'intérêt et de leurs solutions*, Paris, France: Librairie des publications officielles.
- Allais, M. (1967), *Les conditions de l'expansion dans la stabilité sur le plan national*, Paris, France: Sirey.
- Allen, W. R. (1993), 'Irving Fisher and the 100 Percent Reserve Proposal', *Journal of Law and Economics* 36(2), pp. 703–717.
- Angell, J. W. (1935), 'The 100 Per Cent Reserve Plan', *The Quarterly Journal of Economics* 50(1), pp. 1–35.
- Barber, W. J. (1985), *From new era to New Deal. Herbert Hoover, the economists, and. American economic policy, 1921-1933*, Cambridge University Press, 1985
- Brown, H. G. (1936), "Objections to the 100 percent Plan", *The American Economic Review*, vol. XXVI, n°3, September, pp. 309-314.

- Cargill, T. F. (1992), “Irving Fisher Comments on Benjamin Strong and the Federal Reserve in the 1930s”, *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 6, Centennial Issue (Dec., 1992), pp. 1273-1277
- Currie, L. (1934), *The Supply and Control of Money in the United States*, Cambridge, Harvard University Press, 1934.
- Diamond, D. and Dybvig, P. (1986), “Banking Theory, Deposit Insurance, and Bank Regulation”, *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 1 (Jan., 1986), pp. 55-68
- Diatkine, S. (2003), ‘« La monnaie à l’abri des prêts » : le plan d’I. Fisher (1935) à l’origine des propositions de « narrow banking »’, Communication aux 20èmes Journées Internationales d’Économie Monétaire et Bancaire, Birmingham, 5-6 juin 2003.
- Dimand, R. W. (1993), ‘100 percent money - Irving Fisher and banking reform in the 1930s’, *History of Economic Ideas I*, pp. 59–76.
- Fisher, I. (1935), *100 % Money: designed to keep checking banks 100% liquid; to prevent inflation and deflation; largely to cure or prevent depressions; and to wipe out much of the national debt*, New York: Adelphy Company.
- Fisher, I. (1936a), *100 % Money*, 2nd edition, New York: Adelphy Company.
- Fisher, I. (1936b), ‘100 % Money and the Public Debt’, *The Economic Forum*, Spring Number, April-June 1936, pp. 406–420.
- Fisher, I. (1937), “100% Reserves, An Old System Adapted to Modern Needs”, *Commercial and Financial Digest* (June 1937)
- Fisher, I. (1946), “Answers to Objections to the 100% Plan”, printed as an appendix in Fisher, I. (1997) *The Works of Irving Fisher. Volume 11, 100% Money*, W. J. Barber (ed.), London, UK, pp. 308-311.
- Fisher, I. (1997a), *The Works of Irving Fisher. Volume 11, 100% Money*, W. J. Barber (ed.), London, UK.
- Fisher, I. (1997b), *The Works of Irving Fisher. Volume 14, Correspondence and Other Commentary on Economic Policy 1930-1947.*, W. J. Barber (ed.), London, UK.

- Fisher, I. et al. (1939), '*A Program for Monetary Reform*', by Irving Fisher, co-signed by five professors, July 1939, unpublished
- Friedman, M. (1948), 'A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability', *The American Economic Review* 38(3), pp. 245–264.
- Friedman, M. (1960) *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press.
- Friedman, M. (1967), "The Monetary Theory and Policy of Henry Simons", *The Journal of Law & Economics*, Vol. 10 (Oct., 1967), pp. 1-13.
- Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1963), *A Monetary History of the U.S. - 1867-1960*, Princeton University Press.
- Garbade, K. D. (2014), *Direct Purchases of U.S. Treasury Securities by Federal Reserve Banks*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 684, August 2014.
- Graham, F. D. (1936), "Partial Reserve Money and the 100 percent Proposal", *The American Economic Review*, vol 26, n°3, September 1936, pp. 428-440.
- Graham, F. D. (1941), "One Hundred percent Reserve: Comment", *The American economic review*, vol. XXXI, n°2, June 1941, pp. 338-340.
- Hansen, A. H. (1938), *Full Recovery Or Stagnation?*, New York : W.W. Norton
- Hart, A. G. (1935), The "Chicago Plan" of Banking Reform, A proposal for making Monetary Management Effective in the United States, *Review of Economic Studies* (1935) 2 (2), pp. 104-116.
- Hayek (1937), *Monetary Nationalism and International Stability*, 1st ed. London: Longmans, Green, 1937
- Higgins, B. (1941), "Comments on 100 percent Money", *The American Economic Review*, vol. XXXI, n°1, March, pp. 91-96.
- Knight et al. (1933), "Memorandum on Banking Reform", March 1933, printed as an appendix in Phillips, R. J. (1995) *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*; foreword by Hyman Minsky, Armonk, N.Y: Routledge, pp. 191-199.

- Koo, R. C. (2011) ‘The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics’, *Real-World Economics Review* (58), pp. 19–37.
- Kumhof, M. and Benes, J. (2012) *The Chicago Plan Revisited*, International Monetary Fund.
- Laidler, D. and R. Sandilands (eds.) (2002), “Memorandum Prepared by L. B. Currie, P.T. Ellsworth and H. D. White (Cambridge, Mass., January 1932)”, *History of Political Economy*, 34(3), pp. 533-552.
- Lainà, P. (2015), “Proposals for Full-Reserve Banking: A Historical Survey from David Ricardo to Martin Wolf”, *Economic Thought*, Vol. 4, No. 2, pp. 1-19
- Lehmann, F. (1936), ‘100% Money’, *Social Research*, Vol. 3, No. 1 (February 1936), pp. 37-56
- Neuman, A. M. (1937), ‘100 per cent. Money’, *The Manchester School*, Volume 8, Issue 1, June 1937, pp. 56–62,
- Phillips, R. J. (1995) *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*; foreword by Hyman Minsky, Armonk, N.Y, Routledge.
- R. G. H. (1936), ‘100 per cent. Money’ review, *Journal of the Royal Statistical Society*, Vol. 99, No. 2 (1936), pp. 388-390
- Reeve, J. E. (1943), *Monetary Reform Movements*, Washington: American Council on Public Affairs
- Robinson, G. B. (1937), “100% Bank Reserves”, *Harvard Business Review* (Summer), pp. 438-47
- Russell Barber, G. (1973), “The One Hundred Percent Reserve System”, *The American Economist*, Vol. 17, No. 1 (Spring, 1973), pp. 115-127
- Sigurjónsson, F. (2015) *Monetary Reform - A better monetary system for Iceland*, A Report by Frosti Sigurjónsson, Commissioned by the Prime Minister of Iceland.
- Simons, H. C. (1933), “Banking and Currency Reform”, printed in Warren Samuels (ed.) (1994), *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, Archival Supplement 4, JAI Press Inc., pp. 31-40.
- Simons, H. C. (1934), “A Positive Program For Laissez-Faire”, *Public Policy Pamphlet No*

15, Chicago: University of Chicago Press.

Simons, H. C. (1936), "Rule versus Authorities in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, Vol. 44, No. 1 (Feb., 1936), pp. 1-30.

Soddy, F. (1926), *Wealth, Virtual Wealth and Debt*, George Allen & Unwin.

Thomas R. G. (1940), "100 per cent Money: The present Status of the 100 per cent Plan", *The American Economic Review*, Vol. 30, No. 2, Part 1 (Jun., 1940), pp. 315-323

Tobin, J. (1985) 'Financial Innovation and Deregulation in Perspective', *Keynote Paper Presented at the Second International Conference of the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, May 29-31, 1985.*

Watkins L. L. (1938), *Commercial Banking Reform in the United States*, Ann Harbor, University of Michigan.