

**Jacob Goldstein**

**LA VÉRITABLE HISTOIRE DE LA  
MONNAIE**

*De l'âge de Bronze à l'ère numérique*

Traduit de l'anglais (américain) par Pascale-Marie Deschamps

**DUNOD**

Éditorial : Marie-Cécile de Vienne, Lucile Lesage  
Fabrication : Maud Gilles  
Mise en page : Belle Page  
Conception de couverture et maquette intérieure : Florie Bauduin  
Direction artistique : Nicolas Wiel

<p>Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.</p> <p>Le Code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements</p>	<p>d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.</p> <p>Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).</p>
--	--



Titre original : *Money: The True Story of a Made-Up Thing*

© 2020 by AG Prospect, LLC

© Dunod, 2022, pour la traduction française

11, rue Paul Bert, 92240 Malakoff

[www.dunod.com](http://www.dunod.com)

ISBN 978-2-10-083372-6

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

*À Alexandra, Julia et Olivia*

# SOMMAIRE

<b>Note de l'auteur</b> .....	9
<i>Partie 1 : L'invention de la monnaie</i> .....	<i>13</i>
<b>Chapitre 1</b> L'origine de la monnaie.....	15
<b>Chapitre 2</b> Où l'on invente le papier-monnaie, déclenche une révolution économique et glisse tout sous le tapis.....	23
<i>Partie 2 : L'assassin, le Dauphin et l'invention du capitalisme</i> .....	<i>33</i>
<b>Chapitre 3</b> Où les orfèvres réinventent la banque par hasard (et sèment la panique en Grande-Bretagne) .....	35
<b>Chapitre 4</b> Où l'on fait fortune grâce aux probabilités .....	41
<b>Chapitre 5</b> Où la finance est un voyage dans le temps .....	48
<b>Chapitre 6</b> Où John Law fait marcher la planche à billets ....	55
<b>Chapitre 7</b> Où l'on invente les millionnaires .....	62
<i>Partie 3 : Plus de monnaie</i> .....	<i>73</i>
<b>Chapitre 8</b> Où tout le monde gagne plus d'argent .....	75
<b>Chapitre 9</b> Où l'on se demande si avoir plus d'argent est <i>vraiment</i> à la portée de tout le monde.....	86

*Partie 4 : La monnaie moderne..... 93*

**Chapitre 10** Où l'étalon-or séduit le monde ..... 95

**Chapitre 11** Où ceci n'est pas une « banque centrale » ..... 110

**Chapitre 12** Où la monnaie meurt et ressuscite .....125

*Partie 5 : La monnaie au XXI<sup>e</sup> siècle.....139*

**Chapitre 13** Où deux types inventent  
une nouvelle monnaie dans un bureau..... 141

**Chapitre 14** Où l'on crée l'euro (et pourquoi  
le dollar fonctionne mieux) .....156

**Chapitre 15** Où le rêve fou d'une monnaie  
digitale devient réalité ..... 170

**Conclusion : l'avenir de la monnaie** .....193

**Remerciements** ..... 207

**Notes** ..... 209

**Index**..... 225

**Crédits iconographiques**..... 235

# Note de l'auteur

## La monnaie est une fiction

À l'automne 2008, je dînais au restaurant avec ma tante Jane. Poète dans les années soixante, elle avait obtenu un MBA dans les années quatre-vingt, ce qui en faisait une interlocutrice de choix pour parler de monnaie. Des milliers de milliards de dollars s'étaient volatilisés quelques semaines avant notre rendez-vous. Je lui ai demandé où était passée cette fortune.

« La monnaie est une fiction. Au début ça n'existait même pas », me dit-elle. C'est là que j'ai compris que la monnaie est beaucoup plus étrange et intéressante que je ne l'avais jamais imaginé.

À l'époque, j'étais reporter au *Wall Street Journal*, mais je m'occupais de santé et ne connaissais pas grand-chose à la finance, ni à l'économie. Alors que le monde de la finance s'effondrait, j'ai cherché à comprendre ce qu'il se passait. J'ai découvert un podcast intitulé Planet Money. Les animateurs ne s'exprimaient pas dans la langue austère des quotidiens et ne prenaient pas non plus le ton sacerdotal des présentateurs. Ils parlaient comme des gens intelligents et drôles qui tentaient de comprendre l'actualité en racontant des histoires pour l'expliquer. Le podcast m'a tellement plu que j'ai fini par rejoindre l'équipe.

ont façonné le monde actuel, celui dans lequel, à la suite du choc de la pandémie au printemps 2020, les banques centrales ont pu créer ex nihilo des milliers de milliards de dollars, d'euros et de yens pour empêcher l'effondrement des économies. À l'avenir, nous ferons des choix différents et la monnaie changera de nouveau.

Revenir aux origines de la monnaie est la meilleure façon de comprendre ce qu'elle est, son pouvoir et ce pour quoi on se querelle. Ce livre est l'histoire des événements – plein de surprise, de joie, d'intelligence et de folie – qui ont façonné la monnaie telle que nous la connaissons aujourd'hui.

## Chapitre 13

# OU DEUX TYPES INVENTENT UNE NOUVELLE MONNAIE DANS UN BUREAU

Voici le scénario de la crise financière de 2008 tel qu'il est généralement admis :

- 1) Des prêteurs véreux ont accordé des prêts hypothécaires à des conditions faramineuses aux acheteurs naïfs de maisons surévaluées.
- 2) Les prêts faramineux ont ensuite été regroupés et redécoupés en tranches qui ont été vendues à des investisseurs.
- 3) Les prix de l'immobilier chutant, les acheteurs naïfs n'ont pas pu rembourser leurs emprunts faramineux.
- 4) Les investisseurs qui avaient acheté les lots de prêts ont fait faillite et entraîné avec eux l'économie tout entière.

Ce scénario a pour vertu d'être à la fois vrai et dramatique. Il est pourtant incomplet. Ce n'est qu'une partie de l'histoire de la crise. À eux seuls, les prêts hypothécaires n'auraient pas suffi à mettre à terre toute l'économie. Il y a un volet de l'histoire qui n'est (presque) jamais raconté.

Cette partie concerne la monnaie, un nouveau type de monnaie qui s'était mis à circuler dans un système bancaire dont personne n'avait vraiment conscience qu'il s'agissait d'un système bancaire. Cette nouvelle monnaie a produit l'essor fulgurant de la finance de la fin du xx<sup>e</sup> et du début du XXI<sup>e</sup> siècle. Elle a également permis à un petit segment du marché hypothécaire américain de mettre l'écono-

mie mondiale à terre. Enfin, cette nouvelle monnaie pose un problème fondamental qui n'est toujours pas réglé et qui, tant qu'il ne l'est pas, risque de fracasser de nouveau l'économie mondiale.

Ce chapitre dévoile cette partie méconnue de l'histoire.

## Deux types dans un bureau

« J'ai toujours aimé l'argent », raconte Bruce Bent. Gamin de l'après-guerre à Long Island, il ramasse dès l'âge de huit ans des bouteilles de soda vides pour récupérer l'argent de la consigne. Il tâte ensuite de la livraison de journaux, mais ne s'y retrouve pas : « Livrer des journaux est un sale boulot : trop de travail, pas assez d'argent. » Il devient vendeur dans une épicerie. « À 15 ans, je me faisais 70 dollars par semaine. Que du bénéf. »

Après le lycée, il est postier, comme son père. Il fait six mois de réserve chez les Marines, puis obtient une licence à la St. John's University et, comme beaucoup de gens qui aiment l'argent, il se débrouille pour dégotter un job dans la finance : « Je suis allé à Wall Street où j'ai fait l'arpète pour les associés. »

Quelques années plus tard, il décroche un poste au département investissement d'une compagnie d'assurances. Il démarre en même temps que celui qui devient son patron, Harry Brown. Brown est diplômé d'Harvard, petit-fils d'un juge fédéral, rien à voir avec Bent.

Ils se rencontrent pour la première fois le jour de leur embauche, dans le bureau du patron d'Harry (le patron du patron de Bent). Quelques minutes plus tard, soit quelques minutes après s'être rencontrés, Harry dévisage Bruce et déclare à son patron :

*Sa tête ne me revient pas. Je n'en veux pas dans mon service.*

*- Pourquoi ça ?*

*- C'est un petit con de New-yorkais. Je n'en veux pas chez moi.*

*- Démerde-toi avec.*

En fin de compte, Bent et Brown font la paire. Quelques années plus tard, ils quittent leur employeur pour créer leur propre entre-

prise, Brown and Bent. Ils espèrent faire investir de riches compagnies d'assurances dans des entreprises qui ont besoin de fonds. Mais les affaires ne décollent pas.

Bent a une femme, deux enfants et deux emprunts immobiliers sur le dos. Il s'est acheté une bicyclette d'occasion pour économiser le bus qui le conduit à la gare où il prend le train pour se rendre au travail, et retrouver Brown avec qui il échange des idées : « On essayait de trouver un truc pour gagner de l'argent. »

Après quelques années à vivoter, Bent et Brown voient enfin le bout du tunnel. La réglementation fédérale mise en place en 1933 plafonnait les taux d'intérêt qui rémunéraient les comptes d'épargne et interdisait d'en appliquer sur les comptes courants. Mais les gens qui avaient beaucoup d'argent et qui étaient prêts à l'immobiliser quelques jours ou quelques mois pouvaient obtenir de meilleurs taux en ouvrant des comptes d'épargne qui exigeaient un versement plancher de 100 000 dollars ou en achetant de la dette publique de très court terme, c'est-à-dire des bons du Trésor (T-Bills).

Bent et Brown se demandent alors comment obtenir les taux des maxicomptes d'épargne et des T-bills pour des gens qui ne souhaitent pas immobiliser leur argent ou qui ne disposent pas de telles sommes. L'idée vient à Bent un après-midi : « Je dis à Brown, et si on créait un fonds commun de placement ? J'y connais rien, il me dit. Moi non plus, je réponds. Mais je crois que ça peut marcher. »

Les fonds communs de placement sont de grosses cagnottes généralement investies en actions ou en obligations. Si vous cotisez à un fonds de pension, il y a de grandes chances que vous soyez investisseur dans un ou plusieurs fonds communs de placement. Lorsque des investisseurs achètent des parts dans un tel fonds, ils achètent en réalité une part de toutes les actions ou obligations (ou les deux) détenues par le fonds en question. La valeur du fonds varie tous les jours selon la valeur des actions et obligations qu'il détient.

Brown et Bent entendent créer un fonds commun de placement qui ressemblerait à un dépôt d'argent à la banque (il ne serait donc pas investi en actions ou en obligations) et serait doté de tous les avantages d'un compte courant, mais qui verserait aux épargnants

un taux d'intérêt plus élevé. Ils modifient donc un peu le modèle du fonds commun de placement.

Les investisseurs achèteraient des parts du fonds qui prêterait cet argent à l'État sous la forme de bons du Trésor ou aux banques sous la forme de maxicomptes d'épargne. Ce seraient des investissements de court terme ultra-sécurisés. Tellement sécurisés qu'en réalité le prix des parts n'aurait pas besoin de fluctuer tous les jours comme celui des fonds plus risqués qui détiennent des actions ou des obligations. Brown et Bent décident de fixer le prix de la part à un dollar. Et ils mettent en place un système comptable qui, sauf catastrophe, leur permet de maintenir le prix à un dollar. Tout comme l'argent déposé à la banque.

Ils voudraient bien appeler leur fonds Savings Fund (fonds d'épargne), mais la Securities and Exchange Commission (la SEC, le gendarme de la Bourse de New York) qui régule les fonds communs de placement ne les y autorise pas. Ils l'appellent donc Reserve Fund (fonds de réserve), un nom tout aussi passe-partout, ce qui est leur objectif.

Le fonds est lancé en 1972. À la fin de 1973, il gère déjà 100 millions de dollars. En quelques années, une flopée de fonds concurrents apparaît. Ils reçoivent le nom de fonds monétaires. Assez vite, les gens peuvent faire des chèques endossables, autrement dit, utiliser l'argent de ces fonds pour acheter des biens ou services. Comme avec l'argent en dépôt à la banque !

## **Les grandes banques s'y mettent à leur tour**

Les entreprises disposant de trésoreries abondantes logent des centaines de millions de dollars dans les fonds monétaires. En 1982, dix ans après que Bent et Brown en ont eu l'idée dans leur petit bureau, ces fonds gèrent plus de deux cents milliards de dollars et chaque année en drainent davantage. Soudain les deux compères disposent de liquidités à ne savoir qu'en faire. Ils se contentent de les investir dans la dette d'État et les maxicomptes d'épargne. Mais d'autres gérants entreprennent d'acheter ce qu'on appelle du « papier commercial ».

D'énormes flux d'argent sont désormais transférés des banques aux fonds monétaires. C'est alors que Citibank, l'une des plus grandes banques du pays, trouve le moyen de faire ce que les banques font habituellement : s'installer au milieu d'un immense flux d'argent. Par un jeu compliqué d'opérations juridiques et financières, Citi invente le « papier commercial adossé à des actifs » (PCAA) ou, plutôt, garanti par des actifs. C'est une nouvelle façon pour les fonds monétaires de prêter de l'argent aux entreprises trop fragiles pour émettre du papier commercial (effet de commerce, billet à ordre, lettre de change, etc.).

D'autres banques sautent le pas. Au début des années quatre-vingt-dix, des milliards de dollars se déversent dans ces instruments et les banques en vendent de plus en plus.

Bent, qui est à l'origine du mouvement, estime que le papier commercial est trop risqué pour les fonds monétaires : « Le papier commercial est une insulte au concept des fonds monétaires, dit-il à un journaliste en 2001. On a prostitué le concept en logeant des ordures dans les fonds pour chercher du rendement. »

Le Fonds de réserve de Bent se contente encore d'investir dans de la dette publique garantie par l'État et les certificats de dépôt des banques traditionnelles. « Pour nous, c'était un placement plus prudent que simpliste », explique au *Wall Street Journal* le fils de Bent, qui à cette époque préside l'affaire familiale.

Quelques années plus tard, les Bent vont discrètement changer d'avis, pile au mauvais moment.

## **Le boom de la monnaie**

Les dernières décennies du xx<sup>e</sup> siècle connaissent un extraordinaire boom financier et quantité de gens fortunés, d'entreprises, de fonds de pension et d'États étrangers se trouvent confrontés au problème sympathique de disposer de plus de liquidités qu'ils n'en ont besoin.

Ce ne sont pas des fonds qu'ils souhaitent investir, mais des liquidités destinées à leurs comptes courants, dont ils auront besoin pour verser les salaires ou les retraites du mois prochain. Comme la

garantie publique des comptes courants est plafonnée à 100 000 dollars, les endroits sûrs où déposer cet argent ne courent pas les rues, sauf à acheter des bons du Trésor à très court terme, ce qui se fait couramment dans ces cas-là. Mais les sommes à placer sont telles qu'il n'y a tout simplement pas de bons du Trésor en quantités suffisantes.

Beaucoup de ces acteurs investissent donc dans les fonds monétaires ; certains imitent les fonds en investissant directement pour leur propre compte. Débordant de liquidités, les fonds monétaires se mettent à leur tour à prêter des sommes monstrueuses aux banques d'investissements de Wall Street. (En dépit de leur nom, les banques d'investissement ne sont pas des établissements bancaires au sens traditionnel : elles ne sont pas dans l'activité de dépôt et de prêts et ne bénéficient pas de la garantie de l'État.) Toutes ces liquidités en quête légitime d'un placement sûr et à court terme vont créer l'appel d'air qui va alimenter la grande bulle financière du début du XXI<sup>e</sup> siècle.

Arrivent les années quatre-vingt. Le boom du marché immobilier bat son plein. Des emprunteurs absolument insolubles se mettent sur le dos d'énormes emprunts hypothécaires garantis par des maisons totalement surévaluées. Mais reprenons ce volet de l'histoire à l'étape précédente. À votre avis, d'où vient l'argent prêté à ces acheteurs insolubles de maisons surévaluées ? Vous l'avez deviné : des fonds monétaires ! Des fonds de pension et des entreprises qui cherchent à placer leurs liquidités. Cette nouvelle monnaie qui circule à flots via les fonds monétaires, le papier commercial adossé à des actifs et les banques d'investissement est celle-là même qui va alimenter la bulle.

Vers la fin de 2006, les prix de l'immobilier cessent de grimper ; trésoriers d'entreprise et fonds monétaires sont un peu inquiets. Ils commencent à demander le remboursement des sommes que des fonds d'investissement (par le truchement du papier commercial adossé à des actifs) leur ont empruntées pour les investir dans les prêts hypothécaires. Quelques fonds ne parviennent pas à rendre l'argent. Dès lors, les demandes de remboursement se multiplient.

De l'extérieur, on dirait un incident bizarre survenant aux confins obscurs de la planète finance. Mais pas pour Paul McCulley qui y voit quelque chose de beaucoup plus inquiétant.

## La finance parallèle

McCulley est économiste, il travaille pour Pimco, un gigantesque fonds d'investissement. Devant l'essor des fonds monétaires et du papier commercial adossé à des actifs, il se dit : ce ne sont pas seulement quelques obscurs véhicules d'investissements. C'est tout un système bancaire que personne ne reconnaît comme tel.

Une banque emprunte de l'argent à ses déposants qui peuvent en demander le remboursement n'importe quand. Puis, avec cet argent, la banque propose des prêts à long terme. L'activité fondamentale d'une banque est d'emprunter à court terme pour prêter à long terme. Les fonds monétaires et les marchés de papier commercial adossé à des actifs font exactement la même chose : emprunter des liquidités à des investisseurs qui peuvent les réclamer à tout moment pour les prêter à leur tour. Dans l'ombre du système bancaire réglementé a surgi tout un système de simili banques. Où soudain apparaît un problème.

« Ce qui se passe est très simple, explique McCulley lors de la réunion annuelle des banquiers à Jackson Hole, à l'été 2007. C'est une ruée sur les guichets du système bancaire parallèle. » C'est la première fois que l'expression est utilisée pour décrire ce nouvel univers : *shadow banking* ou banque parallèle.

Tout le monde pensait le problème des paniques bancaires résolu depuis la crise des années trente. L'État garantit les fonds déposés dans les banques par les gens qui n'ont donc plus besoin de se ruer aux guichets au premier signe d'inquiétude. La Fed est là pour prêter aux banques saines qui subissent un manque temporaire de liquidités. L'État est derrière chaque compte courant. Notre argent est en sécurité.

Pourtant, sans que personne n'en ait vraiment pris la mesure, un système bancaire parallèle a surgi. Il est mondial et monstrueux. Il permet aux fonds d'arbitrage (*hedge funds*) et aux banques d'investissement de faire des paris de plus en plus énormes. Il fournit une grande partie des ressources aux acheteurs de maison aux États-Unis. Il est exposé à tous les risques de la banque traditionnelle,

et notamment à celui de subir une panique susceptible de mettre l'économie à genoux, sans le moindre filet de sécurité.

« On appelait les reconnaissances de dettes à court terme émises par les banques parallèles des équivalents de trésorerie, m'a expliqué Morgan Ricks, un trader devenu professeur de droit. Les trésoriers d'entreprise et les hommes d'affaires en général parlaient de trésorerie tout court. » Autrement dit, les banques parallèles créaient de la véritable monnaie.

En 2007, le système bancaire parallèle brasse largement plus de monnaie que le système bancaire traditionnel. Ceux qui y ont placé leurs liquidités – trésoriers d'entreprises, gérants de fonds monétaires et de fonds de pension – en demandent le remboursement. C'est le début de la plus grande panique bancaire de l'histoire financière.

La panique touche d'abord Bear Stearns. Bear est une petite banque d'investissement fan de paris risqués qui a emprunté des milliards aux fonds monétaires pour les réinvestir dans l'achat d'obligations adossées à des prêts hypothécaires. En mars 2008, les fonds décident que le risque de lui prêter n'en vaut plus la peine. Fidelity, le plus gros gérant de fonds monétaires des États-Unis, lui a avancé près de dix milliards de dollars. En l'espace d'une semaine, il lui en réclame le remboursement jusqu'au dernier centime.

C'est le moment où, dans une panique bancaire traditionnelle, tous les déposants font la queue à la banque pour retirer leur argent ; le moment au XVIII<sup>e</sup> siècle où l'officier britannique de la Royal Navy dit que les billets ne sont plus de la monnaie. Mais au lieu de 5 000 individus qui se précipitent pour vider des comptes de quelques milliers de dollars chacun, ce sont cinquante institutions dont les dépôts se montent chacun à plusieurs centaines de millions de dollars. Bear a utilisé l'argent emprunté pour acheter des milliards de dollars d'obligations adossées à des prêts hypothécaires dont plus personne ne veut. Les fonds monétaires qui ont confié leur argent à Bear Stearns veulent le récupérer, mais Bear Stearns n'a pas les liquidités pour les rembourser.

Bear Stearns n'est pas une banque commerciale. Elle ne détient pas l'épargne de particuliers et n'est pas censée pouvoir emprunter

auprès de la Fed. Mais la Fed invoque une disposition qui l'autorise à prêter à quiconque se trouve « dans une situation d'urgence inhabituelle » et lui avance 13 milliards de dollars. La Fed suit ainsi le conseil émis au XIX<sup>e</sup> siècle par Walter Bagehot de prêter « aux marchands, petits banquiers, à untel et untel ». La banque centrale déverse alors de la monnaie dans le système bancaire parallèle en proie à la panique, agissant ainsi en prêteur de dernier ressort.

Le prêt permet à la banque d'ouvrir le vendredi. Ce week-end-là, façon mariage de circonstance, JP Morgan Chase rachète Bear Stearns. En guise de dot, la Fed rachète de son côté 30 milliards de dollars d'obligations hypothécaires. Puis la mariée disparaît. Finalement, les obligations se révèlent saines et la Fed récupère ses fonds, avec intérêt.

Quelques mois plus tard, une panique se déclenche chez une autre banque d'investissement : Lehman Brothers, une sorte de Bear Stearns, mais en plus gros. La société détient une montagne d'obligations hypothécaires douteuses et a emprunté jusqu'à plus soif. En septembre 2008, à peu près tous ceux qui ont placé leur argent chez Lehman veulent le récupérer. Lehman n'a pas les liquidités, mais des montagnes d'obligations hypothécaires dont personne ne veut. Le lundi 15 septembre à l'aube, Lehman se déclare en faillite.

## **Bruce Bent crève le plancher**

Trois jours avant la faillite de Lehman, le *Wall Street Journal* a publié un petit article, enfoui dans les profondeurs de ses colonnes, sur une obscure question de régulation des fonds monétaires. L'article cite Bruce Bent, l'inventeur de ce véhicule financier, qui répète une fois de plus que les gérants de ces fonds prennent trop de risques : « Ne l'oublions pas, l'objectif d'un fonds monétaire est de permettre à l'investisseur de dormir sur ses deux oreilles. »

Bent matraque sans cesse cette réassurance. Quelques mois plus tôt, on pouvait encore lire ces lignes dans le rapport annuel de son fonds :

*Un an a passé depuis [...] que la crise [des subprimes] a secoué les fondations de nos marchés provoquant l'inquiétude des investisseurs quant à la sécurité des fonds monétaires. Tant mieux. Nous avons le plaisir de vous annoncer que vous, et les marchés en général, avez adopté le concept et les fondements mêmes sur lesquels le Fonds de réserve a été créé, à savoir une discipline inébranlable axée sur la protection de votre capital [...].*

Les lecteurs qui se seraient plongés dans les détails du rapport auraient cependant eu une petite surprise. Le Reserve Primary Fund n'est plus le fonds « plus prudent que simpliste » qui se bornait à investir dans des obligations d'État et de banals certificats de dépôts. Il a acheté pour des dizaines de milliards de papier commercial, le type même d'investissement plus risqué contre lequel Bent prévenait les gérants des fonds monétaires.

Le 15 septembre 2008 au matin, le Fonds de réserve de Bent (Reserve Primary Fund) détient pour 785 millions de dollars de papier commercial émis par Lehman Brothers. Autrement dit, Lehman Brothers qui vient de se déclarer en faillite doit au Reserve Fund 785 millions de dollars. Cette somme ne représente qu'un tout petit pour cent des capitaux gérés par le Fonds. Même s'il ne récupère rien auprès de Lehman (et il en récupérerait certainement une partie), les 99 % restant n'en seraient pas affectés. Si le Reserve Fund était un fonds commun de placement normal, l'incident serait un non-événement. Ce type de fonds prend ou perd 1 % tous les jours que Dieu fait.

Le Reserve Fund n'est pourtant pas un fonds commun de placement ordinaire. C'est un fonds monétaire. En dépit de l'avertissement habituel du risque de perte de valeur, les gens ne considèrent pas les sommes qu'ils y ont placées comme un investissement en capital, mais comme leur argent liquide. Vous avez déposé un dollar, vous devez pouvoir retirer un dollar quand bon vous semble. Mais si le fonds perd 1 %, ce n'est plus le cas. Pour un fonds monétaire, c'est une catastrophe qui a pour nom : *breaking the buck*, littéralement « crever le plancher du dollar » ou, techniquement, tomber sous la valeur liquidative.

Les investisseurs institutionnels avisés qui veillaient au grain se dépêchent de retirer leur argent du Reserve Fund. En milieu de matinée, quelques heures après que Lehman s'est déclaré en faillite, les investisseurs ont retiré dix milliards de dollars, dix fois les montants habituellement négociés par une matinée normale. Comme n'importe quelle banque, le Fonds n'a pas les liquidités sous la main. Il a des obligations et du papier commercial qu'il doit vendre pour récupérer les sommes dues. C'est pourquoi, à 10 h 10, la banque qui gère les retraits pour le compte du Reserve Fund gèle les remboursements.

Au cours des heures suivantes, les déposants tentent encore de retirer huit milliards de dollars. Mais le Reserve Fund ne parvient pas à vendre ses actifs suffisamment vite pour restituer l'argent. La ruée sur les guichets du système bancaire parallèle reste invisible aux yeux du public, mais on l'entend dans les coups de fil internes que les dirigeants se passent ce jour-là (ils ont été rendus publics lors des auditions judiciaires).

« On a un trou de huit environ », dit l'un d'eux (parlant en milliards de dollars, aussi effrayant que cela puisse paraître).

Quelques minutes plus tard :

« On a levé combien ?

- Un milliard environ. C'est le max qu'on a pu faire.
- Eh merde !
- À qui le dis-tu.
- Ça craint. »

C'est le jour où Lehman fait faillite. La crise financière la plus violente depuis 70 ans. Partout, tout le monde veut récupérer son argent. Soudain, toutes les banques parallèles cherchent à vendre la totalité de leurs actifs, dont personne ne veut.

Les deux hommes au téléphone sont les témoins directs de la panique bancaire qui se déclenche sous leurs pieds. Des méga entreprises qui ont confié leurs liquidités au Reserve Fund appellent pour retirer leur argent. L'une d'elles est ADP, un prestataire de services RH pour d'autres sociétés.

« Et merde, ces cons d'ADP viennent d'en reprendre 213 », dit l'un des patrons au téléphone (il parle de 213 millions).

« Ça va pas... Ça va pas le faire », répond son associé.

C'est le moment où, pendant une panique bancaire classique, l'employé de banque ferme le guichet et tourne les talons, tandis que les déposants hystériques réclament leur argent à cor et à cri.

« Les clients n'auront pas leur fric ce soir.

- On est cuits. »

Toute la journée jusqu'au lendemain matin, les Bent tentent d'emprunter de l'argent et de céder une partie de leur société, en vain. Le mardi après-midi, le fonds annonce : « La valeur des titres de créance émis par Lehman Brothers Holdings, Inc... et détenues par le Primary Fund a été évaluée à zéro à 16 h 00 aujourd'hui, heure de New York. Par conséquent la NAV [valeur nette des actifs] du Primary Fund, à compter de 16 h 00 est de 0,97 dollar par action. » Le Reserve Primary Fund vient de « crever le plancher du dollar. »

La nouvelle se répand comme une traînée de poudre, les investisseurs retirent des centaines de milliards de dollars des autres fonds monétaires. Pour les rembourser, les fonds doivent vendre leurs actifs, y compris le papier commercial, dont personne ne veut. Plus personne ne veut prêter, même aux emprunteurs solvables.

« Tout à coup, les GE, Caterpillar, Boeing n'arrivent plus à emprunter de quoi payer salaires et fournisseurs... Tout le monde évite les effets de commerce quels qu'ils soient », me confie un avocat qui travaillait à l'époque pour la Fed de New York. « Un de nos économistes m'a dit, "c'est pas du tout rationnel". Ça m'a donné la nausée. »

## **La monnaie parallèle est de la monnaie tout court**

Le vendredi, trois jours après que le Reserve Fund a crevé le plancher du dollar, George W. Bush s'exprime depuis la roseraie de la Maison-Blanche. « Le ministère des Finances s'active à rétablir la confiance dans un compartiment clé du système financier américain : les fonds communs de placement monétaires. » Il ajoute que l'État va leur apporter sa garantie.

Dans les années trente, l'État avait érigé une barrière autour des comptes courants des particuliers, expliquant en gros : derrière cette barrière, l'argent que vous déposez à la banque n'est plus un prêt que vous risquez de ne pas vous faire rembourser. Cet argent est votre argent. L'État le garantit pour vous assurer que vous pourrez toujours le récupérer. Il va aussi réguler les banques et leur faire payer cette assurance qui met votre argent à l'abri.

Ce jour-là de 2008, le président Bush admet que la monnaie, cette entité que l'État avait promis de sécuriser, a sauté la barrière. Les dollars que les gens ont investis dans les fonds monétaires ne sont plus des investissements qu'ils risquent de ne pas récupérer. C'est de l'argent, de la monnaie, garantie par l'État, tout comme les sommes déposées à la banque ou la pièce d'or qui dort dans un coffre gardé par un soldat en armes. « Pour chaque dollar investi dans un fonds garanti, vous devez pouvoir récupérer un dollar », ajoute Bush.

La phrase suivante est soporifique, mais extraordinairement importante. « La Réserve fédérale est en train de prendre les mesures pour fournir des liquidités supplémentaires aux fonds communs de placement monétaires, ce qui soulagera nos marchés financiers. » Il s'agit à présent de l'autre partie du deal monétaire autrefois réservé aux banques : la Fed comme prêteur en dernier ressort. Le président est en train de dire que la Fed se tient prête à prêter aux fonds monétaires en échange du papier commercial qu'ils détiennent et qui ne trouve plus preneur.

Deux jours plus tard, Morgan Stanley et Goldman Sachs, les deux dernières grandes banques d'investissement encore indépendantes, se transforment en banques commerciales. Autrement dit, elles jouissent désormais de la précieuse capacité de prêt en dernier ressort que la Fed réservait autrefois aux banques classiques. Dans les mois qui suivent, Citibank et Bank of America, qui s'étaient lancées dans la banque parallèle en investissant des centaines de milliards de dollars dans du papier commercial adossé à des actifs, profitent de plans de sauvetage sous la forme de centaines de milliards de dollars de prêts et de garanties de l'État.

Après avoir vécu des dizaines d'années sans en payer le coût, le système bancaire parallèle et la monnaie parallèle qu'il a créée bénéfi-

cient du filet de sécurité de l'État. La monnaie parallèle est devenue de la monnaie tout court.

Les fonds monétaires ont survécu mais pas le Reserve Fund de Brent. Il a été démantelé, les investisseurs recevant 99 cent pour chaque dollar investi.

## **La monnaie et la prochaine crise**

En 2009, le groupe des Trente, une sorte de cénacle élitiste composé de lauréats du Nobel d'économie, d'anciens banquiers centraux et de dirigeants des plus grandes banques de la planète, a une idée pour les futurs fonds monétaires : puisqu'ils se dandinent comme des canards, nagent comme des canards et cancanent comme des canards, qu'on les traite comme tels.

« Les fonds communs de placement monétaires qui souhaitent continuer d'offrir des services de type bancaire [...] propose un des rapports du groupe, devraient se réorganiser sous la forme de banques à but spécialisé, soumises à une réglementation prudentielle adéquate. » En revanche, les fonds monétaires qui ne voudraient pas être régulés comme des banques, cesseraient d'endosser des chèques et d'afficher une valeur constante d'un dollar. Bref, ils cesseraient d'agir comme des banques détenant sans risque l'argent des déposants.

Les sociétés de gestion de fonds communs de placement monétaires entendaient continuer d'agir comme des banques sans être régulées comme telles : « Changer fondamentalement la nature du marché des fonds monétaires (et, dans la foulée, éviscérer un produit qui a été si profitable pour les investisseurs et le marché monétaire américain) va trop loin et créera de nouveaux risques », écrit quelques mois plus tard un acteur du secteur. (Écrire « si profitable » en 2009, moins d'un an après la ruée sur les fonds monétaires, était pour le moins osé.)

La garantie de l'État émise pendant la crise n'a pas été renouvelée une fois la fièvre passée. Le sort à réserver aux fonds monétaires a été débattu pendant des années. Au bout du compte, de nouvelles

règles ont été mises en place, mais pour l'essentiel le secteur a obtenu ce qu'il voulait.

Les fonds réservés aux grands investisseurs, tels les entreprises et les fonds de dotation, doivent rendre compte des fluctuations quotidiennes de leur valeur au centime près. Mais les fonds ouverts aux investisseurs ordinaires ont conservé les règles comptables leur permettant d'afficher une valeur constante du dollar et endossent toujours les chèques. Les fonds monétaires ne sont pas régulés comme des banques, mais, pour la plupart de leurs détenteurs, l'argent déposé sur ces fonds est de même nature que celui qu'ils ont sur leur compte courant à la banque.

Au printemps 2020, tandis que la pandémie de coronavirus se répandait à travers le monde, les gens ont de nouveau retiré frénétiquement des milliards de dollars des fonds monétaires. Et une fois de plus, l'État américain s'est précipité pour les protéger. « Que nous n'ayons pas réglé ce problème à l'époque est particulièrement frustrant, explique Sheila Bair, une ex-régulatrice. Les lobbyistes du secteur ont obtenu du régulateur des demi-mesures. Et on se retrouve de nouveau dans la panade. »



Suivez l'argent ! C'est l'une des leçons essentielles de la panique de 2008. Non pas au sens traditionnel de chercher où il va s'investir, mais au sens « parallèle » de chercher où l'on crée de la quasi-monnaie. Allez voir où l'on accorde des prêts qui n'en ont pas l'air, qui ressemblent plutôt à de l'argent qu'on dépose à la banque et qu'on peut retirer à sa valeur faciale à tout moment.

Quelle est aujourd'hui cette quasi-monnaie qui ressemble au bout de papier tendu par un orfèvre en 1690 ou à un dépôt dans une banque en 1930, ou à la trésorerie d'un fonds monétaire en 2007 ? Quand ceux qui la détiennent décideront de la vendre au même moment, attention les yeux, ce sera sanglant.