

Document de travail N° 2017-20

Axe principal : Santé Société et Migrations

Axe secondaire : Dynamiques du Capitalisme et Analyses Post-Keynésiennes

## Un récit historique alternatif sur l'indépendance des banques centrales: la doctrine et les pratiques avant la théorie ou l'art avant la science

Adriano Do Vale,

adrianodovalesalgueiro@hotmail.com

CEPN, UMR-CNRS 7234, Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité

Novembre 2017

**Abstract:** La fin des années 80 et les années 90 ont été marquées par une grande vague d'adoption de l'indépendance des banques centrales (IBC). Les manuels et les revues de la littérature adoptent souvent un récit historique standard la présentant comme une success story, comme l'application d'un consensus théorique. L'art aurait suivi le pas de la science. Cet article a comme finalité ultime de proposer un récit alternatif concernant l'IBC. Adoptant une perspective historique centrée sur la première partie des années 20, nous entendons démontrer que la doctrine des banquiers centraux et les pratiques, comprises en tant qu'adoption de l'IBC, précèdent la théorie, l'art venant alors avant la science. Vue de façon normative par la littérature économique à partir des années 80, l'indépendance est pensée, dès les années 20, par les praticiens qui posent eux-mêmes les principes du central banking. Dans la nouvelle donne de l'après-guerre, marquée par l'absence de l'ancre nominal autrefois fourni par l'étalon-or, l'IBC s'avère un arrangement institutionnel alternatif face à l'inflation. Elle est recommandée au niveau international et constitue un principe central de la doctrine du central banking avancé par le gouverneur anglais Montagu Norman. Comme pour le principe d'indépendance, les pratiques précèdent la théorie. On considère qu'il y a eu une première vague d'adoption de l'IBC dans la première moitié des années 20, bien avant la vague d'adoption de l'IBC de la fin des années 80 et des années 90. Suite à des expériences hyper-inflationnistes et dans le cadre de plans de stabilisation monétaire sous tutelle internationale, les banques centrales de l'Autriche (1923), de la Hongrie (1924) et de l'Allemagne (1922-24) deviennent légalement indépendantes.

**Keywords:** années 20, doctrine, indépendance des banques centrales, pratiques, récit, théorie

**JEL Codes:** B52, E58, F33, N44, N14

**Note:** Doctorant en Économie, je travaille sur une reformulation théorique de la question de l'indépendance des banques centrales sous la direction de Mehrdad Vahabi. Il s'agit de repenser l'indépendance par rapport aux autorités politiques et, surtout, poser et théoriser la question de l'indépendance par rapport au système bancaire et financier. On entend aussi analyser cette « double indépendance » dans une perspective historique ayant une période d'intérêt qui va des années 20 jusqu'à aujourd'hui.

## **Introduction<sup>1</sup>**

La fin des années 80 et les années 90 ont été marquées par une grande montée de l’indépendance des banques centrales (IBC). De nombreux pays ont rendu leurs banques légalement indépendantes, notamment ceux qui ont adhéré à la zone euro et les pays de l’ex-URSS, dans une véritable vague d’adoption<sup>2</sup>.

Certains auteurs ont souligné le fait que cette vague d’adoption de l’IBC est souvent présentée comme une *success story* (Adolph, 2016 p.5; Bibow, 2010 ; Forder, 2005). La théorie de l’IBC, développée dans les années 80 à partir de Rogoff (1985)<sup>3</sup>, aurait justifié, à l’aide d’études empiriques<sup>4</sup>, l’adoption croissante de l’IBC. Son apologie, devenue une sorte de *conventional wisdom*, aurait donc des fondements théoriques et empiriques. Il s’agit de ce qu’on peut nommer de récit historique standard sur l’IBC. En effet, il est fréquemment relayé par les revues de la littérature (Crowe and Meade, 2007 p.70 ; Cukierman, 2008 p.722-3) et les manuels scolaires (Bordes, 2007 p. 16 ; Bénassy-Quéré, Coeuré, Jacquet & Pisani-Ferry, 2010 p.90 ; 238-9).

Ce récit historique standard met donc l’accent sur la grande vague de banques centrales devenues légalement indépendantes à partir de la fin des années 80 et durant la décennie suivante, cette vague étant présentée comme la conséquence d’un consensus théorique, comme son adoption et application. L’art aurait suivi le pas de la science.

Cet article a comme finalité ultime de proposer un récit alternatif. Adoptant une perspective historique centrée sur la première partie des années 20, nous entendons

---

<sup>1</sup> Ce papier a été présenté au 37<sup>e</sup> colloque de l’Association Portugaise d’Histoire Économique et Sociale (APHES) qui a eu lieu à Madère les 17 et 18 novembre 2017. Une première version a été présentée cette année aux colloques de l’Association Française de Science Économique (AFSE), de l’Association Française d’Économie Politique (AFEP) et du Groupement de Recherche Européen « Monnaie Banque Finance ».

<sup>2</sup> Des banques centrales de premier plan sont devenues indépendantes, notamment la *Bank of England* en 1997, la Banque du Japon en 1998 et la Banque de France en 1993, celle-ci en vue de l’adhésion à l’euro.

<sup>3</sup> Le modèle de Rogoff (1985) a fourni la première justification théorique de l’IBC. S’inspirant des travaux de la Nouvelle Économie Classique qui ont renouvelé le débat *rules vs discretion* en politique monétaire (Kydland & Prescott, 1977 ; Barro & Gordon, 1983a,b), il envisage une solution institutionnelle au problème dit d’incohérence temporelle des arrangements monétaires discrétionnaires et au prétendu biais inflationniste des décideurs politiques. Afin de renforcer la crédibilité, il propose la délégation de la politique monétaire à un banquier central indépendant et conservateur, c’est-à-dire plus averse à l’inflation que la société.

<sup>4</sup> Des études empiriques ont été avancées pour démontrer l’efficacité économique de l’IBC en tant qu’arrangement institutionnel. Au début des années 90, un certain nombre conclue à une corrélation négative entre l’IBC *de jure* et l’inflation pour les économies industrialisées (Alesina & Summers, 1993 ; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992 ; Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991). N’ayant pas trouvé de lien entre la croissance réelle et l’IBC, Grilli et al. (1991) concluent que cet arrangement institutionnel serait un *free lunch*. Des résultats semblables sont aussi trouvés par Alesina & Summers (1993) et Cukierman, Kalaitzidakis, Summers & Webb (1993) et interprétés comme la conséquence d’un bonus de crédibilité qui permettrait la désinflation à un moindre coût en termes de produit. Voir Cukierman (2008) pour une revue de la littérature théorique et empirique.

démontrer que la doctrine<sup>5</sup> et les pratiques, comprises en tant qu'adoption de l'IBC, précèdent la théorie, l'art venant alors avant la science.

Vue de façon normative par la littérature économique (la théorie) à partir des années 80, l'indépendance est pensée, dès les années 20, par les praticiens qui posent eux-mêmes les principes du *central banking*. Dans la nouvelle donne de l'après-guerre, marquée par l'absence de l'ancrage nominal, autrefois fourni par l'or, et par des tensions inflationnistes, l'IBC s'avère un arrangement institutionnel alternatif déjà présenté comme une solution face à l'inflation. Elle est recommandée au niveau international et constitue un principe central de la doctrine du *central banking* avancée par le gouverneur anglais Montagu Norman entre 1920 et 1922.

Comme pour le principe d'indépendance, les pratiques, en tant qu'adoption de l'IBC, précèdent la théorie. On considère qu'il y a eu une première vague d'adoption de l'IBC dans la première moitié des années 20, bien avant celle de la fin des années 80 et des années 90. Suite à des expériences hyper-inflationnistes, les banques centrales autrichienne, hongroise et allemande deviennent légalement indépendantes. Les réformes de leurs statuts interviennent dans le cadre de plans de stabilisation monétaire sous tutelle internationale, de la Société des Nations (SDN) pour l'Autriche (1923) et la Hongrie (1924) et des Alliés pour l'Allemagne (1922-24).

En proposant ce récit, nous avons une double motivation. Premièrement, il s'agit, comme on l'a dit, de fournir une alternative à un récit standard qui présente plusieurs limites. Ce récit nous semble théoriquement biaisé et, prenant des allures de *storytelling*, il n'est pas tout à fait du ressort de l'histoire économique. En adoptant une perspective historique, nous voulons éviter le biais théorique du récit standard qui conduit à traiter la question de l'indépendance à partir du référentiel de la littérature économique. Nous proposons donc un récit qui se veut alternatif dans la mesure où la préexistence de la doctrine et des pratiques par rapport à la théorie est affirmée.<sup>6</sup> D'un point de vue strictement chronologique, et étant donné que le récit standard nous semble très incomplet, le récit proposé peut être pris comme étant complémentaire, couvrant une autre période historique.

---

<sup>5</sup> D'après le dictionnaire de français Larousse en ligne une doctrine est un « ensemble de croyances ou de principes traduisant une conception de l'univers, de la société, etc., constituant un système d'enseignement religieux, philosophique, politique, etc., et s'accompagnant souvent de la formulation de règles de pensée ou de conduite ». Par doctrine, nous entendons en l'occurrence, la doctrine des banquiers centraux et des experts en matière monétaire et financière, un ensemble de principes et de points de vue censés guider l'action.

<sup>6</sup> Il ne s'agira pas en l'occurrence de discuter la pertinence en soi du récit standard qui soulève trop de questions historiques et théoriques et qui mériterait un travail à part entière.

Notre seconde motivation, d'ordre plus général, tient à l'adoption d'une démarche historique qui contraste avec celle de la littérature standard de l'IBC. Nous entendons contribuer au vaste chantier d'historicisation de l'IBC (Blancheton, 2016 ; Feiertag, 2016 ; Toniolo (ed.), 1988) afin de pallier une limites de cette littérature qui nous semble sous-estimée, à savoir, son approche anhistorique. N'ayant pas vocation à discuter la pertinence théorique de la littérature standard sur l'IBC, cet article part cependant d'une prise de distance par rapport à son approche dans la mesure où elle a tendance à être anhistorique et normative négligeant l'histoire économique. L'IBC y est présentée comme un modèle universel sans considération des contextes institutionnels, des différents régimes monétaires et systèmes bancaires. Comme le remarque Feiertag (2016 p.13), « la banque centrale indépendante apparaît bien *tout armé* au cours de la décennie 1980, comme la déesse de la cuisse de Jupiter », la tendance étant à l'essentialiser et l'ériger en tant que modèle.

Ainsi, il semble nécessaire analyser l'IBC, et les rapports entre les États et les banques centrales, comme un processus historique et institutionnel (Bordo, Eitrheim, Flandreau & Qvigstad, 2016 ; Capie, Goodhart & Schnadt, 1994 ; Feiertag, 2016 ; Toniolo, (ed.) 1988). Avec Feiertag, on dirait que « la question des relations des banques centrales aux États, pas plus aujourd’hui qu’hier, ne correspond à l’œuvre théorique du modèle standard de l’indépendance du *central banking* » (2016. p.23). L'approche historique, en complément à la littérature théorique, peut contribuer à une meilleure compréhension des différents cadres institutionnels, des pratiques et des points de vue des praticiens. La confrontation de la théorie avec l'histoire permet sa remise en question et peut conduire à sa reformulation (Toniolo, ed. 1988 p. viii)<sup>7</sup>.

Ceci dit, nous adoptons une approche interdisciplinaire qui mobilise l'histoire économique et la confronte à la littérature économique. D'un point de vue méthodologique, ce travail repose en grande mesure sur une revue de la littérature approfondie et interdisciplinaire. Pour l'analyse de la doctrine, on s'appuie sur des analyses d'archives de la *Bank of England* (BoE) menées, entre autres, par Cottrell (1997, 2012) et Sayers (1986), incluant de la correspondance et des documents de travail, et sur des textes issus de conférences internationales. En ce qui concerne les

---

<sup>7</sup> Qui plus est, repenser la vieille question des rapports entre les gouvernements et les banques centrales semble d'autant plus important qu'aujourd'hui le modèle théorique est réévalué à l'aune de la crise financière de 2007-8 et des changements qu'elle a provoqué dans le *central banking* (Balls, Howat & Stansbury, 2016 ; Blancheton, 2016 ; Masciandaro & Romelli, 2015).

pratiques, on analyse notamment les statuts des banques centrales en question présents dans Kisch & Elkin (1928)<sup>8</sup>.

Le restant de l'article est organisé de la façon suivante. On commence par une brève analyse des ruptures apportées par la Grande Guerre en termes de politique monétaire avec l'entrée dans l'âge de la monnaie fiduciaire et l'avènement du *modern central banking* pour mettre en évidence le fait que, faute d'ancre nominal fourni par l'or, l'IBC s'avère déjà un arrangement institutionnel alternatif (1). Ensuite, on analyse la formation d'une doctrine de l'indépendance au long des années 20 (2) palliant le vide théorique (2.1). On mettra l'accent sur la doctrine du *central banking* du gouverneur anglais Montagu Norman (2.2) et sur l'influence du principe d'indépendance dans les années 20 au niveau de la communauté des banquiers, des instances internationales et supranationales (2.3). Puis, il s'agira de se pencher sur la vague d'adoption de l'IBC de la première partie des années 20 (3). On conclue avec une évaluation de la contribution et des limites de cet article et ses prolongements éventuels (4).

## **1 – L'indépendance dans les années 20: déjà considérée comme une arme contre l'inflation en régime de monnaie fiduciaire**

Avec l'éclatement de l'étalon-or, provoqué par le début de la Grande Guerre en 1914, il y a une césure indiscutable dans l'histoire du *central banking* marquée par un changement profond de la fonction monétaire (Feiertag, 2012 ; Holtfrerich, Reis & Toniolo (ed.), 1999).

Au versant extérieur de gestion de la valeur de monnaie, la stabilité des changes, vient s'ajouter sa gestion interne, la stabilité des prix (Capie et al. 1994 1-2). En août 1918, le rapport Cunliffe, du nom de l'ancien gouverneur de la BoE qui le dirigeait, soulignait le rôle du taux d'escompte non pas uniquement pour la traditionnelle mission de défense de la réserve d'or de la BoE et de la convertibilité de la livre mais aussi comme « un outil suffisant pour promouvoir l'ajustement des prix » (Toniolo, 2005 p. 18) Ainsi, il accordait à la banque centrale une mission inouïe, celle de faire varier les prix domestiques (Sayers, 1986 p. 28, 111-2)<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Malgré le fait que cet article ne repose pas sur un travail personnel sur des sources primaires, telles que les archives, il s'appuie sur diverses sources secondaires basées sur des sources primaires.

<sup>9</sup> Défendant le retour le plus rapide possible à la convertibilité-or de la livre, vue comme une garantie d'orthodoxie financière et monétaire et de libre-échange, le rapport Cunliffe envisage l'usage de la politique de taux pour la conduite d'une politique déflationniste en vue d'un retour à l'or.

Dans *A Tract on Monetary Reform*, Keynes (1971 [1923] p.137-8) souligne que la suspension de l'étalon-or et son effritement ont marqué l'avènement d'une nouvelle politique monétaire de régulation du crédit par le taux d'intérêt, la stabilisation des prix étant désormais la mission primordiale des banques centrales:

“The bank rate is now employed, however incompletely and experimentally, to regulate the expansion and deflation of credit in the interests of business stability and the steadiness of prices. (...) In truth, the gold standard is already a barbarous relic. All of us, from the Governor of the Bank of England downwards, are now primarily interested in preserving the stability of business, prices, and employment, and are not likely, when the choice is forced on us, deliberately to sacrifice these to the outworn dogma, which had its value once, of £3. 17s 10½d per ounce. (...) A regulated non-metallic standard has slipped in unnoticed. *It exists.*”

Avec l'érosion graduelle de l'étalon-or, c'est l'entrée dans l'âge de la « managed currency », de la monnaie fiduciaire<sup>10</sup>. Sans la contrainte de la convertibilité métallique, il n'y pas de limite à la création monétaire et il n'y a pas d'ancrage nominal. Dans un régime de monnaie fiduciaire, purement discrétionnaire, la seule source de confiance est l'engagement de la banque centrale de l'État souverain à maintenir le pouvoir d'achat de la monnaie (Orléan, 2008 p.17).

L'inconvertibilité en or du papier-monnaie augmente le pouvoir des banques centrales sur l'offre de monnaie (Holtfrerich et al., 1999 p.2). Se met alors progressivement en place ce qu'on peut nommer de *modern central banking*, avec les politiques de stabilisation, des prix et du cycle des affaires, par le biais de la régulation de la monnaie et du crédit (Ib. ; Perroux, 1945)<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Dans la deuxième partie des années 20 et jusqu'au tout début des années 30, les « chaînes de l'or » reviendront, pour peu de temps, sous la nouvelle forme de l'étalon de change-or, le *Gold Exchange Standard*, dont les fondements sont posés en 1922 à la Conférence de Gênes (Eichengreen, 1995). Dans l'histoire de l'entre-deux-guerres, ce bref retour de l'or ne fait que retarder l'affirmation d'un véritable régime de monnaie fiduciaire.

<sup>11</sup> Le caractère moderne d'une banque centrale est toujours un sujet de débat. D'après la vision dominante dans la littérature (Capie et al. 1994), c'est la fonction de prêteur en dernier ressort qui définit une banque centrale moderne. Ugolini (2011 p.4) et Feiertag & Martín-Aceña (1999, p.37-8) émettent des doutes quant à la définition de la modernité des banques centrales par le seul critère de la fonction de PDR. L'alternative, que nous souscrivons, fait correspondre la modernité d'une banque centrale à la régulation de la monnaie et du crédit dans le cadre de politiques de stabilisation. Allant dans ce sens, Feiertag & Martín-Aceña (1999, p.37-8) font référence à la définition de François Perroux (1945) pour qui la banque centrale est moderne quand elle est active, jouant le rôle d'instance de régulation de la monnaie et du crédit. Ce caractère actif contraste avec la banque d'émission passive renvoyant à l'affirmation de vision plus interventionniste de l'économie avec des politiques de gestion de la demande.

Face à la mobilisation des ressources et aux besoins de financement des hostilités, le « troisième front »<sup>12</sup>, et, sans la contrainte de la convertibilité, le niveau des prix a fortement augmenté dans les pays belligérants (Bordo & Hautcoeur, 2007 p.5). Étant donné les difficultés à prélever l'impôt, notamment du fait des conflits redistributifs, les gouvernements ont eu recours à l'emprunt et la création monétaire. Compte tenu les limites du financement obligataire et pour répondre aux besoins les plus pressants, les gouvernements émettaient des bons et obtenaient des avances auprès des banques centrales. L'escompte de bons du trésor et l'octroi d'avances au gouvernement ont contribué à une grande augmentation de la circulation fiduciaire (Eichengreen 1995, p. 78-81).

Le financement monétaire induit par la Guerre a ainsi conduit à la soumission des banques centrales aux autorités gouvernementales (Capie et al., 1994 p.52). En effet, en situation de crise grave ou de guerre, et particulièrement quand la survie de l'État est en jeu, les dispositions juridiques accordant de l'indépendance aux banques centrales semblent de peu valoir.<sup>13</sup> Ces moments révèlent la tension inhérente aux banques centrales entre la mission de maintien du pouvoir d'achat de la monnaie et son rôle historique de banquier de l'État et de gestionnaire de la dette publique (Bordo et al. 2016 ; Capie et al. 1994).

La guerre avait brisé le système monétaire international conduisant à l'inconvertibilité, les changes flottaient, le financement des hostilités avait créé des tensions inflationnistes. À la sortie de la guerre et face à la « découverte » de l'action discrétionnaire, les élites contemporaines et les banquiers centraux ne sont guère confiants dans la gouvernance monétaire. Les politiques monétaires nécessaires dans la logique des efforts de guerre ayant conduit à la soumission des banques centrales aux autorités gouvernementales et à l'inflation, il y a une volonté de retourner à l'étalement-or pour rétablir l'orthodoxie monétaire et éviter les interventions gouvernementales réputées inflationnistes.

Afin de reconstruire le système monétaire international, des initiatives multilatérales verront le jour, organisées notamment par la Société des Nations (SdN), dont la conférence de Bruxelles de 1920 et celle de Gênes en 1922. Les experts de la

---

<sup>12</sup> Ce front financier s'ajoute aux fronts militaire et social (Descamps & Quennouëlle-Corre (dir.), 2015).

<sup>13</sup> À cet égard, la distinction entre indépendance *de jure* et *de facto* est essentielle (Aglietta, 1992). La stabilité relative des statuts des banques centrales ne rend pas compte des variations des conditions d'exercice de leur indépendance qui évoluent en permanence en fonction, particulièrement, des conditions de financement souverain (Blancheton, 2016).

première conférence économique internationale, celle de Bruxelles à l'automne 1920, faisaient des recommandations dans le sens de l'orthodoxie monétaire et financière. Marquée par les « rêves libéraux » d'un retour au monde de l'avant-guerre, ils voulaient le retour à l'étalon-or mais reconnaissaient les difficultés à le remettre tout de suite en place (Pauly, 1997 p. 47-48). Ceci étant, des solutions alternatives pour « neutraliser » la monnaie s'imposaient, au moins de façon temporaire, avant le retour à l'or. Face à la création monétaire « libérée » des contraintes de la convertibilité, plusieurs pays adoptent des plafonds légaux de la circulation fiduciaire, notamment la France (Blancheton, 2001 ; Orléan, 2008) et le Royaume-Uni (Sayers, 1986 [1976] p.127).<sup>14</sup>

Au-delà les plafonds à l'émission fiduciaire et en l'absence de règles monétaires plus dures comme la convertibilité métallique, l'indépendance des banques centrales est déjà considérée, au début des années 20, comme une solution contre inflation :

“(...) in the aftermath of the war and its inflationary experience there was widespread acceptance of the dangers inherent in political interference, and equally widespread desire to bring about central bank independence” (Capie et al. 1994 p.53).

La défense du principe de l'IBC surgit à cette époque dans les rapports d'experts nationaux et internationaux et devient un leitmotiv des banquiers centraux. L'automne 1920, la Conférence de Bruxelles fait la première recommandation internationale de l'indépendance avec la résolution III de la Commission de la Monnaie et des Changes:

“Banks and especially banks of issue should be freed from political pressure and should be conducted solely on the lines of prudent finance” (League of Nations, 1922 p.224).

D'après le point de vue dominant à l'époque, les déficits budgétaires étaient la source des « maux » monétaires (Eichengreen, 1995 p.106-7). L'ouvrage de référence de Kisch & Elkin (1928 p.5-6) résume bien l'orthodoxie des années 20 en la matière :

“As experience has abundantly proved, increasing the note issue is an all too simple method of temporarily filling the gap, if the power to do so rests with the Government. Monetary policy should be independent from political contingencies (...)”

---

<sup>14</sup> D'après Orléan (2008 p.25), dans la France des années 20, le terme inflation était utilisé « pour désigner, non la hausse des prix, mais la hausse de l'émission fiduciaire ».

“If there is an independent or quasi-independent Bank the Government would find it difficult in practice to suspend the obligations of the Bank except when a true national emergency occurs.” (26)

Dans sa revue de l’ouvrage de Kisch & Elkin, Hawtrey (1928 p.440-1) leur attribue la « vision orthodoxe » d’après laquelle les gouvernements sont toujours enclins à faire tourner la planche à billets, un expédient qui serait uniquement admissible en situation d’urgence. Une banque centrale plus indépendante est alors censée mieux résister aux pressions gouvernementales et contribuer au retour à l’or en renchérisant le coût de l’argent et en menant une politique de déflation<sup>15</sup>.

Vers la fin de la décennie, Kisch & Elkin (1928) seront donc les chantres d’une doctrine qui venait de se consolider.

## 2 – La doctrine de l’indépendance des banques centrales

Dans ces années 20, s’établit une véritable doctrine de l’indépendance. La Conférence de Bruxelles produit, comme on l’a dit, la première recommandation internationale de l’IBC. La Conférence de Gênes reproduira son apologie et avec ses suites reflétera l’interlude doctrinal de Montagu Norman qui, entre fin 1920 et le printemps 1922, développe une doctrine du *central banking* dont l’indépendance est le principe-clé. À la fin de la décennie, la doctrine de l’indépendance influence la fondation de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), la banque des banques centrales.

### 2.1 – Faute de théorie, de la doctrine !

Stimulé par l’envie d’influencer la création de nouvelles banques centrales en Europe et par une réflexion sur le statut des banques centrales naissantes dans l’Empire et les *Dominions*, le gouverneur anglais Montagu Norman<sup>16</sup>, élabora une doctrine du *central banking* (Cottrell, 2012, 1997; Sayers, 1986 [1976]). La BoE encourageait cette prolifération et Norman souhaitait que les banques centrales naissantes commencent leurs activités sur des bases solides :

---

<sup>15</sup> Notons que l’IBC en soi ne fournit pas un ancrage nominal étant une solution indirecte à la question de la stabilité des prix. Il s’agit d’un arrangement institutionnel par le biais duquel le gouvernement délègue la politique monétaire et signale ainsi son intention de ne pas mener une politique inflationniste.

<sup>16</sup> Norman a été sous-gouverneur de BoE d’avril 1918 à mars 1920, gouverneur par la suite et jusqu’en 1944, Cf. Clay (1957) pour une biographie.

“of the utmost importance that other Central Banks which are being or may be created should be started on the lines (whichever they may be) which we may agree to be sound”  
(cité dans Cottrell, 1997 p.32-3)

Le gouverneur de la banque centrale anglaise s’emploie alors à définir le rôle et les fonctions d’une banque centrale et à déterminer comment doit être mené le *central banking*. Mais si ces « lignes », il a commencé à les préciser lui-même, c’est notamment du fait d’un manque de références doctrinales et théoriques sur le *central banking* en général et sur l’indépendance en particulier.

En écrivant à William Clegg, ancien haut-fonctionnaire de la BoE et gouverneur de la banque centrale sud-africaine de 1920 à 1932, Norman constate le manque de publications de référence sur la matière et le besoin d’un travail de base car « il semble que c’est un sujet sur lequel il n’y a pas de manuel » (cité dans Id. p.33)<sup>17</sup>.

En 1924, Clegg était encore à la recherche d’un manuel du genre. Du côté de la BoE, on ne peut que le conseiller de lire les travaux de la *American National Monetary Commission* qui ont servi de base à la fondation de la Fed et l’histoire des instituts d’émission écrite par l’américain Conant (1915 [1896]). Une lettre d’un haut-fonctionnaire de la BoE, répondant à Clegg à la place de Norman, confirme l’absence de publications de référence sur les banques centrales et surtout en termes de doctrine ou de théorie du *central banking*:

“It’s quite time that a good book was written on Central Banks, but what is still more required is a good book on Central Banking, and its possible future development. It is a pity you have not time to write it.” (cité dans Cottrell 1997 p.33)<sup>18</sup>

En effet, au début des années 20, il n’y avait pas de théorie ou de doctrine du *central banking* dans sa globalité ni de l’indépendance en particulier. Ce n’est que vers la fin de la décennie que la parution de l’ouvrage de Kisch & Elkin (1928), peut-être le premier manuel sur le *central banking* d’après Cottrell (2012, p.29), viendra combler partiellement les lacunes de la littérature.

Son importance pour le domaine explique le fait que le livre ait mérité la préface de Norman (1928). Une préface qui constitue, à vrai dire, sa seule contribution à la

---

<sup>17</sup> Archives de la BoE (désormais BoE): OV 37/20, Norman to Clegg, f. 4.

<sup>18</sup> BoE : OV37/21, Osborne to Clegg, 28 Aug. 1924, f.53

littérature sur le *central banking* (Einzig, 1932). Norman (1928 p.vi) y déplore le fait que la question des rapports entre l'État et les banques centrales, de leur indépendance et dispositions légales régissant leur conduite ait été délaissée:

“This is a matter which, amid much discussion of the policies of Central Banks, seems to have attracted little attention.”

Le gouverneur anglais salue la parution de cet ouvrage en évoquant le manque de travaux portant sur les statuts des banques centrales mais aussi l'absence d'une théorie de l'indépendance à visée normative:

“There appears to be no convenient record of charters, laws or statutes, nor any scientific opinion as to how much liberty or how much power of control is or should be permitted.” (p.vi)

Or, si l'ouvrage vient combler le manque d'une compilation et d'une analyse des statuts des banques centrales, avec une démarche descriptive et comparative de 28 statuts, il ne fournit pas encore la théorie de l'IBC que Norman attend.

Comme le remarque Hawtrey, les auteurs “citent, sans s’empêcher de prendre parti, la vision dominante en faveur de l’indépendance des banques centrales », faisant écho de la doctrine qui s'est constitué dans les années 20<sup>19</sup> (1928 p.440). Somme toute, l'ouvrage de Kisch & Elkin porte plus sur les banques centrales que sur le *central banking* n'étant pas suffisamment du ressort théorique<sup>20</sup>.

Si à la fin de décennie il n'y a toujours de théorie de l'IBC, la doctrine s'est pourtant bien développée en particulier sous l'impulsion même de Norman.

---

<sup>19</sup> La définition de doctrine en tant que « Opinion, thèse, prise de position ponctuelle d'un groupe ou d'un individu sur un problème spécial » colle bien à la démarche mise en évidence par Hawtrey.

<sup>20</sup> Le premier vrai manuel portant véritablement sur le *central banking* et pas uniquement sur les banques centrales sera éventuellement *The Art of Central Banking* de Hawtrey (1932). Notons néanmoins que dans l'immédiat après-guerre, Hawtrey (1919) et Keynes (2013) avançaient des réflexions théoriques sur le rôle des banques centrales. Keynes (2013) soulignait l'idée que la mission essentielle des banques centrales était la stabilisation de la valeur de la monnaie, surtout dans son versant interne. Dans *Currency and Credit*, Hawtrey (1919) mettait en avant une autre mission clé des banques centrales, celle de la stabilité financière et bancaire.

## 2.2 - La « doctrine Norman » et le principe d'indépendance

Après la subordination en temps de guerre, les banquiers centraux veulent réaffirmer leur indépendance à l'égard des gouvernements, ce qu'en dehors de l'étalement-or, devient encore plus important à leurs yeux.

Norman a été le banquier central de référence face à la nouvelle donne du monde d'après-guerre. Catalyseur du processus de formation d'une communauté de banquiers centraux (Feiertag, 1999, p.363), il s'emploie à concevoir une doctrine du *central banking* entre la fin 1920 et le printemps 1922, à la veille de la Conférence de Gênes (Cottrell, 2012 ; 1997). En janvier 1921, Norman écrit la première version d'une sorte de manifeste intitulé « Central Banks ». Après des échanges avec les pairs, une dernière version revue et élargie surgit en mars 1921. Le printemps 1922, durant les préparatifs de la Banque d'Angleterre pour la conférence internationale de Gênes, l'effort doctrinal de Norman est consolidé avec la rédaction d'un mémorandum qui met en avant les principes-clés du *central banking*.

Cette construction doctrinale est particulièrement stimulée par la prolifération des banques centrales dans l'après-guerre. Il s'agissait de poser le cadre, de structurer « le petit peuple des banques centrales<sup>21</sup> » sachant que de nombreuses banques centrales avaient vu ou verraien bientôt le jour dans une Europe politiquement reconfigurée et dans l'Empire et les *Dominions*.

Plus que les banques naissantes en Europe, c'est la réflexion sur le statut des banques centrales naissantes dans l'Empire et les *Dominions* qui déclencha le processus (Cottrell, Ib. p.42-3 ; 1997 p.33 ; Sayers, 1986 p.201-5). En la matière, la *South African Reserve Bank* (SARB) avait été la première banque centrale à voir le jour, en juin 1921 suite à un processus qui démarre début 1920<sup>22</sup>. En Inde, la *Imperial Bank of India*, créée en janvier 1921, était une banque commerciale mais, en l'absence d'une banque centrale jusqu'en 1935, elle a assuré un certain nombre de pratiques du *central banking* et la BoE voulait qu'elle en adopte un maximum (Sayers, Ib. 204-5).

En janvier 1921, Norman écrit la première version d'un document intitulé « Central Banks », une sorte de manifeste qu'il passe à une poignée d'interlocuteurs

<sup>21</sup> Expression du gouverneur français Wilfrid Baumgartner qui affirmait en 1953: « C'est un fait qu'aujourd'hui le petit peuple des banques d'émission presque toujours parle le même langage en même temps » (Feiertag, 1999 373-4).

<sup>22</sup> En 1920, le gouvernement pro-britannique de Smuts nomme l'expert britannique Henry Strakosch pour conseiller l'exécutif dans la création d'une banque centrale et sur la politique concernant l'étalement-or (Bordiss & Padayachee, 2011). Par le biais de Strakosch, le véritable architecte de la banque centrale sud-africaine, l'influence de la BoE a été considérable sur la loi fondatrice d'août 1920 et sur la nomination de Clegg comme premier gouverneur de la SARB (Cottrell, ib. p.42, Sayers, ib. p.203).

parmi ses pairs: Benjamin Strong, gouverneur de la Réserve Fédérale de New York de 1914 à 1928, Clegg, nommé gouverneur de la SARB en décembre 1920, Strakosch et Bernard Hunter, directeur de l'*Imperial Bank of India* à Londres (Ib. p.43).<sup>23</sup>

Les développements dans le *dominion* Afrique du Sud et en Inde impériale avaient alimenté le débat sur ce qu'est, ou ce que doit être, une banque centrale et en particulier sur les rapports entre les banques centrales à l'international<sup>24</sup> (Cottrell, Ib. p.42-44). Partant de ces questions premièrement « impériales », d'autres se sont développées dans les échanges avec les pairs conduisant à la révision et à l'extension de la première version écrite par Norman et aboutissant à une dernière version de mars 1921 (Cf. Annexe 1).<sup>25</sup>

Le point 5 du manifeste fait l'apologie de l'indépendance des banques centrales :

“A Central Bank should be independent but should do all its own Government's business – directly or indirectly – including Gold and Currency.”

D'après Norman la banque centrale *doit être* indépendante. Le registre doctrinal est ici relevé par l'usage du verbe devoir dans la quasi-totalité du document, avec une succession de *should* et de *should not*. La doctrine, en tant qu'ensemble de croyances et de principes, se veut impérative et est censée guider l'action des praticiens.

Cependant, Norman n'y est pas très précis sur les implications concrètes de ce principe d'indépendance. Il clarifie néanmoins que, malgré son indépendance, la banque centrale ne doit pas perdre de vue son devoir d'assurer un certain nombre de fonctions pour le gouvernement, notamment la gestion déléguée de la monnaie et, on peut le supposer, et des opérations bancaires de l'État.

Fort de son « manifeste », Norman incite Strakosch à faire une communication sur les principes du *central banking* devant le *Tuesday Club* à la fin mai 1921. Après cinq mois d'échanges confidentiels, Strakosch entreprend la dissémination de la doctrine face à ce club réunissant des représentants du Trésor, de la *City* de Londres, des

<sup>23</sup> Cf. Annexe 1 pour version finale de mars 1921. Sans les points étoilés ajoutés a posteriori, on retrouve la version initiale. Pour les archives: BoE: OV 37/20, Norman to Clegg, 1 April 1921, f. 6A. La version finale est reproduite par Clay (1957, p. 283-84), Cottrell (1997 p. 63) et Sayers (1976 vol. 3 p.74-5).

<sup>24</sup> Les cas sud-africain et indien ont soulevé un débat sur la forme de ces rapports et la désirabilité de l'existence de succursales à l'étranger (Ib. 1997 p.33-4 ; Sayers, Ib. p.205). Pour Norman et Strong, les banques centrales devraient conduire les opérations à l'étranger directement et uniquement par le biais des institutions-sœurs (cf. infra le principe des relations exclusives) (Cottrell, 2012 p.43).

<sup>25</sup> Suite à un véritable « séminaire par correspondance », selon les dires de Cottrell (1997 p. 33), il en résulte l'ajout de points suggérés par Strong qui approfondissaient le point 6 dans lequel Norman soulignait le statut hiérarchique de la banque centrale.

économistes et des journalistes. Norman y invite des représentants canadiens et australiens afin de les influencer et de favoriser la diffusion dans ces deux pays alors dépourvus de banque centrale (Ib. ; Sayers, Ib. p.204). Suite à une visite de Norman aux États-Unis en septembre 1921, le gouverneur anglais et Strong se mettent d'accord pour « cristalliser la doctrine et assurer son acceptation internationale<sup>26</sup> » (Ib. p.156). De la correspondance que Norman a entretenue avec ses pairs durant et après la rédaction de son manifeste, ressort l'idée qu'il envisageait « la construction d'une tradition » et d'une culture parmi ce corps de praticiens (cité dans Cottrell, 2012 p. 43)<sup>27</sup>.

Le printemps 1922, durant les préparatifs de la BoE pour la conférence internationale de Gênes qui s'est tenue entre avril et mai 1922, les idées que Norman avaient échangées avec ses pairs deviendront des préceptes consolidant ainsi son effort doctrinal (Cottrell, 2012 p.44).

Une sorte de séminaire interne a fait le point sur les relations de la BoE avec seize banques centrales et le mémorandum<sup>28</sup> qui en a résulté contient la formulation des quatre principes censés être directeurs de ces relations : l'autonomie/indépendance, la coopération, les relations exclusives et les « soldes » (Sayers, 1986 p.157).

Ces principes-clés<sup>29</sup> condensent la doctrine « Norman » du *central banking*. La coopération et l'autonomie sont les principes centraux de la doctrine et l'autonomie est sans doute le plus important pour Norman (Cottrell, 2012, p.44; Sayers, Ib. p. 157-160). Sa priorité est la réaffirmation « de l'autorité des banques centrales et de leur indépendance de toute ingérence politique après la subordination en temps de guerre » (Toniolo, 2005, p. 20).

---

<sup>26</sup> Norman veut, avec le concours nécessaire de la Fed, poser les bases doctrinales qui favoriseront la formation d'une sorte « caste professionnelle » internationale et la coopération entre banques centrales dans la reconstruction de l'Europe et le rétablissement de l'étalon-or (Cottrell. 1997 p.35-6 ; Sayers, 1986 p.156). En tant qu'experts, les banquiers centraux mettent en avant une approche qu'ils considèrent « apolitique » face aux problèmes politiquement chargés de l'après-guerre, en particulier les réparations allemandes et les dettes interalliés (Péteri 1995 p.58-9).

<sup>27</sup> BoE: OV 37/20, Norman to Clegg, 28 January 1921

<sup>28</sup> Le mémorandum en question semble correspondre au document préparatoire de la réunion des banquiers centraux prévue par la Conférence de Gênes datant de 22 juin 1922 (cf. infra et annexe 2).

<sup>29</sup> La coopération entre banques centrales (résolutions 2 et 3) serait en premier lieu basée sur la consultation et l'échange d'information pouvant éventuellement conduire à une souhaitable coordination des politiques monétaires. Les relations exclusives et les soldes dérivent du principe de coopération. Le principe des relations exclusives (résolution 5), auquel on a déjà fait référence, représentait, une rupture avec les pratiques d'avant-guerre d'intervention à l'étranger par le biais des maisons de haute-finance (Feiertag, 1999 p. 362). Les points 12, 13 et 14 du manifeste versaient grosso modo sur ces trois principes. Somme toute, ces principes font surtout sens vus de Londres à la veille de la Conférence de Gênes qui reconnaîtra le principe de l'étalon de change-or. Ces efforts doctrinaux pour consolider un modèle du *central banking* à « exporter » s'expliquent en grande mesure par l'envie de faire fonctionner ce nouvel étalon-or basé sur la livre (Feiertag, 1999 p.365 ; Ugolini, 2011 p.5).

Tandis que le point 5 de son manifeste affirmait uniquement que les banques centrales devraient être indépendantes, la première résolution dudit document versait sur la désirabilité de l'autonomie et de l'absence de contrôle politique:

*Autonomy and freedom from political control are desirable (...)*

Cette spécification n'est pas anodine dans la mesure où le gouverneur anglais était conscient des limites de ce qu'on appellera plus tard l'indépendance *de jure*. Il défendait ainsi plus clairement l'indépendance *de facto*, en substance, dans la conduite courante de la politique monétaire:

"Norman's ideal, preached in season and out of season, was that there should be both formal autonomy and substantial independence in action" (Sayers, 1986 p.159).

Le gouverneur anglais identifie les conditions de financement souverain comme un facteur décisif dans l'évolution des rapports entre banques centrales et les États et les variations de l'indépendance *de facto*. Plus particulièrement, il considère, en écrivant à Strong, qu'une banque centrale n'est pas réellement indépendante en présence d'une dette flottante considérable :

"[a central bank could not be] really free to manage affairs from a purely financial standpoint (...) so long as a Government has directly or indirectly a large floating debt"  
(cité dans Cottrell, 1997 p.34)<sup>30</sup>

Norman semble faire ici écho des contraintes que la dette flottante posait sur la politique de taux de la BoE et au niveau de sa définition et au niveau de son application. En effet, l'extrême importance que Norman accordait à l'indépendance ne peut pas être comprise sans prendre en compte son expérience personnelle, en tant que sous-gouverneur d'avril 1918 à mars 1920 et gouverneur par la suite.

Faisant face aux tensions inflationnistes héritées de la guerre et intensifiées par le boom de l'immédiat après-guerre, Norman et la BoE ont fait pression sur le gouvernement pour qu'une politique restrictive soit adoptée<sup>31</sup>:

---

<sup>30</sup> BoE: G3/177, Norman to Strong, 3 May 1921.

<sup>31</sup> Préoccupée par les excès spéculatifs et inflationnistes du boom d'après-guerre et par l'ineffectivité de son taux, la BoE faisait pression, dès le milieu de 1919, sur les autorités gouvernementales pour que

“This need for central bank independence had arisen in Norman’s own recent experience of the Bank of England’s struggle with government ministers over instituting a “dear money” policy for regaining control of London’s post-war liquid financial markets” (Cottrell, 2012 p.45)

Un des objectifs d’une politique restrictive était donc de « reprendre le contrôle des marchés financiers liquides de Londres dans l’après-guerre ». D’après Cottrell, l’aspiration à plus d’indépendance était, en effet, renforcée par « un débat parallèle » concernant les rapports entre la banque centrale et les banques commerciales. Le débat tournait autour de l’idée « d’en finir avec la pratique de la Banque, courante pendant la guerre, qui consistait à consulter les banques commerciales avant les changements de politique monétaire ». D’après Sayers (1986 [1976], p.119), dans l’immédiat l’après-guerre, les banques commerciales continuaient d’être invitées aux échanges consultatifs entre le ministère des Finances et la BoE. L’auteur n’est pas clair sur l’initiative de ces invitations mais semble attribuer une posture passive, quoique contrariée, à la BoE:

“Personal relations seem to have been good, but persistence of the wartime habit of bringing the clearing bankers into such consultations showed how far the Bank had to go before its former freedom of decision could be enjoyed”

De par cette expérience, le regain du contrôle sur les marchés était un des motivations premières pour la défense de l’indépendance par Norman:

“[Norman] took a leading part in all these discussions and, though always extremely careful of his own relationship with Ministers, his later insistence on the principle of independence of central banks had one of its mainsprings in these post-war struggles for freedom to restore the Bank’s power over markets.” (Ib.)

Le principe d’indépendance semble donc ne pas se réduire à limiter l’emprise gouvernementale concernant également les rapports entre la banque centrale et les banques commerciales (Do Vale, 2016). Un lien semble s’établir, en l’occurrence, entre

---

l’orthodoxie monétaire et financière soit rétablie. Une politique restrictive sera progressivement menée notamment avec des hausses de taux l’automne 1919 et le printemps 1920 (Howson, 1975 ; 1974). Face aux tensions inflationnistes, le Trésor britannique s’est peu à peu aligné avec la BoE en lui restituant progressivement des marges de manœuvre dans la fixation des taux (Sayers, 1986 p.119).

les doubles rapports de la banque centrale. Une moindre indépendance à l'égard du gouvernement, découlant notamment de la dette flottante, affaiblit la capacité de la banque centrale à imposer sa politique aux banques commerciales dans le marché monétaire. En effet, la condition du regain de contrôle sur le marché monétaire dans l'après-guerre était l'arrêt de l'afflux de bons du Trésor, de la quasi-monnaie, qui rendait le taux de la BoE partiellement inopérant<sup>32</sup>. Or cela devrait passer par la consolidation de la dette flottante et l'ajustement du budget gouvernement<sup>33</sup> (Clay, 1957 ; Howson, 1975 ; Sayers, 1986).

Le principe d'indépendance a aussi une résonance internationale. Si la résolution 1 du document supra-cité affirmait la désirabilité de l'indépendance pour toutes les banques centrales, la résolution 2 défend la coopération entre banques centrales mais fait dépendre sa désirabilité de la conformité à la résolution 1, c'est-à-dire, que coopération est bonne surtout entre banques centrales indépendantes. À contrecœur, la BoE devait avoir à faire avec des banques qu'elle considérait comme peu indépendantes et, en l'occurrence, elle manifestait l'envie de ne pas avoir à traiter avec leurs respectifs gouvernements. Norman prenait tellement au sérieux la question de l'indépendance qu'il lui est arrivé de refuser de visiter un pays sous le prétexte qu'il était dépourvu d'une banque centrale. Il évitait aussi d'entrer en contact avec des ministres ou haut-fonctionnaires étrangers et, en leur présence, préférait limiter les échanges à ses homologues sans doute afin de favoriser la solidarité professionnelle et l'indépendance des banquiers centraux (Ib. p.159-60 ; Cottrell, 2012, p. 45)

### **2.3 - De Bruxelles à Bâle : un leitmotiv et un principe international**

Norman a eu une influence et un écho retentissants, tout d'abord parmi ses pairs dont une bonne partie partageait ses points de vue. La doctrine vise intrinsèquement une portée pratique dans la mesure où elle est censée guider la conduite de ses pairs. Comme le remarque Sayers (1986 p.156), il s'agit notamment de favoriser et d'encadrer la coopération entre banquiers :

---

<sup>32</sup> D'après Clay (1957, p.292), durant la guerre et jusqu'au printemps 1920, le véritable taux de référence était celui des bons du Trésor.

<sup>33</sup> Ainsi, la hausse de taux du printemps 1920 aurait alors été rendue possible par une amélioration de la situation budgétaire. Durant l'année de 1920, les comptes s'équilibreront et atteignent même un excédent. À la fin de l'été 1920, le boom est définitivement fini et la déflation en marche (Clay, 1957 p. 131).

“the propagation of a body of doctrine that was not only to help the world’s central bankers to run a restored gold standard but also to bind them together in a professional caste of mutual support and comfort”.

Dans ces années 20, le principe d’indépendance sera le leitmotiv des banquiers centraux marquant leur coopération, notamment à la fin des années 20 au moment de la création de la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

La décennie s’ouvre, comme on l’a vu, à Bruxelles avec la première recommandation internationale du principe d’IBC. La Conférence de Gênes, la deuxième grande conférence économique de l’après-guerre, qui s’est déroulé du 10 avril au 19 mai 1922, renoue avec ses formulations (cf. la Résolution 2 de la sous-commission portant sur la Monnaie). Elle a aussi reflété, au moins en partie, les visions développées par Norman en mettant l’accent sur l’IBC et sur la coopération entre banques centrales.

Gênes propose une coopération continue et plus formelle (cf la résolution 3 de la même sous-commission) et pour ce faire attribue à la BoE, par le biais de Résolution 12, la mission d’organiser une rencontre internationale de banquiers centraux. Juste après la conférence, Norman est parti aux États-Unis et s’est mis à élaborer avec Strong une version préliminaire d’invitation et l’agenda. D’après Clay (1957, p.138), le 30 mai 1922, le document a été approuvé par les instances de la BoE et a ensuite été envoyé, avec le Rapport de Gênes, à une douzaine de banques centrales. Le document préparatoire de la réunion des banquiers centraux prévue par la Conférence de Gênes, auquel on a déjà fait référence à propos de l’IBC (cf. annexe 2)<sup>34</sup>, incluait explicitement la quasi-totalité de la doctrine « Norman ».

Cette conférence qui devait se tenir avant la fin 1922 et qui semblait tant correspondre aux préceptes de Norman n’a jamais eu lieu. Gênes visait trop haut en prévoyant une réunion qui devrait enfanter une Convention Monétaire Internationale. Du point de vue de Norman, il n’était pas envisageable de réaliser une réunion de la sorte tant que la question très politisée des réparations de guerre et des dettes interalliés était à résoudre. À son avis, la coopération devrait se faire entre banques centrales indépendantes capables de s’engager sur la sphère internationale et de mener la

---

<sup>34</sup> Cf. Sayers, 1976 vol. 3 p.75 ; Péteri 1992 p.240 - "Agenda. Resolutions proposed for adoption by the Central and Reserve Banks represented at Meetings to be held at the Bank of England, Part I. Resolutions concerning Co-operation", Draft, 13 June 1922 - Riksbankens Arkiv, Stockholm - Doss. 2, II, Archives of De Nederlandsche Bank (NBAV)

« diplomatie des banquiers centraux » (Ib. p.137-9 ; Cottrell, 1997 p.40-3 ; Sayers, 1986 p.160-2 ; Toniolo, 2005, p.23). Norman n'abandonnera pas l'idée d'une coopération entre banques centrales plus institutionnalisé et sur des bases technocratiques. En septembre 1925, le gouverneur anglais évoque pour la première fois l'idée d'un « club » de banques centrales :

« J'espère bien que, le prochain été, on puisse être en mesure d'inaugurer un « Club » de Banques Centrales privé et éclectique, petit au départ, grand dans l'avenir » (Toniolo, 2005, p.30)

Le « club » sera créé cinq ans plus tard, en 1930, suite aux recommandations des experts du Comité Young de 1929. La BRI, « la plus ancienne institution financière internationale » (Devin et Smouts, 2011 p. 207), dont la mission à court-terme était le règlement des réparations allemandes, devenait aussi la banque des banques centrales au siège à Bâle, en Suisse (Simmons, 1993 ; Toniolo, 2005 ; Yago, 2013).

Sa genèse et son fonctionnement semblent faire preuve d'une influence du principe d'indépendance. Durant les négociations, le principe d'indépendance unit les banquiers centraux dans un « front commun » face aux gouvernements et s'accordent pour que la BRI soit une institution de caractère technocratique (Clavert, 2011). L'analyse de sa structure et de son fonctionnement, marqués par la forte indépendance et l'absence d'interventions gouvernementales, font que la BRI semble correspondre à la première institutionnalisation internationale du principe d'indépendance (Do Vale, 2015).

Norman voit dans la BRI « un refuge dans lequel lui et ses homologues pourraient se rencontrer et discuter et faire les affaires loin de des pressions politiques ». Pendant les négociations sur la création de la BRI, Charles Addis, membre du conseil des gouverneurs de la BoE, dira que Bâle « réaliserait le rêve de Gênes par un développement graduel de la BRI vers une société coopérative de banques centrales » (cités dans Toniolo, 2005, p. 20).

Ainsi, de Bruxelles à Bâle, en passant par *Threadneedle Street* et Gênes, le principe d'indépendance fait son chemin devenant le leitmotiv des banquiers centraux et une recommandation internationale qui deviendra une ligne directrice des plans de stabilisation monétaire menées dans la décennie:

“The years till the Great Depression were characterised by this pursuit of independence as a result of the price experience of the years 1914-20, and reinforced by the hyperinflations of the early 1920s. It was a cardinal feature of the reconstruction schemes of the League of Nations” (Capie et al. 1994 p.53).

### **3 - Une première vague d'adoption de l'IBC dans les années 20**

Les bouleversements supra-mentionnés apportés par la Grande Guerre et la situation inflationniste de l'après-guerre (Eichengreen 1995 p.107-15) renforçaient la logique des défenseurs de l'IBC (Sayers. 1986 p.159) :

“In the early 1920s, when extreme inflation was in many countries linked with political pressure to finance government deficits, the central bankers and other financial authorities gladly joined in international aspirations that might strengthen resistance to the assaults of needy Ministers of Finance” (Sayers. 1986 p.159).

L'idée d'IBC est déjà présente comme une solution et est mise en pratique. Suite à des expériences hyper-inflationnistes, les banques centrales autrichienne, hongroise et allemande deviennent légalement indépendantes. Les réformes de leurs statuts interviennent dans le cadre de plans de stabilisation monétaire sous tutelle internationale, de la Société des Nations (SDN) pour l'Autriche (1923) et la Hongrie (1924) et des Alliés pour l'Allemagne (1922-24).

Sans prétendre en faire, en l'occurrence, des études de cas à part entière, on se propose d'analyser ces trois cas qui constituent, à notre avis, une première vague d'adoption de l'IBC. Il s'agit d'une vague beaucoup plus réduite que celle des années 80 et 90. Le choix des pays tient au fait qu'il s'agit des premiers cas de réformes des statuts des banques centrales menées sous intervention internationale dans l'après-guerre permettant ainsi d'identifier de façon plus claire les pratiques en tant qu'adoption et application de la doctrine de l'indépendance<sup>35</sup>. On ne prend donc en compte que les cas de réforme des statuts. Malgré les limites de la seule prise en compte de l'IBC *de jure*, elle est plus facilement repérable et cela s'avère en l'occurrence la démarche la plus opportune et la plus

---

<sup>35</sup> Avant 1926, l'Autriche et la Hongrie ont été les seuls pays sous intervention de la SdN (Tyler, 1945). Une « seconde partie de la vague » pourrait être identifiée dans les plans de stabilisation monétaire menés par la SdN en 1927, en Grèce et en Estonie (Kisch & Elkin, 1928 p.17). Les conditions draconiennes de ces plans ont dissuadé d'autres pays d'en recourir.

commode pour identifier l'adoption de l'IBC<sup>36</sup>. Au niveau chronologique, on ne prend pas en compte la deuxième moitié de la décennie pour des raisons à la fois pratiques et théoriques<sup>37</sup>.

Les trois cas en question ont comme principal point commun l'hyperinflation. Souscrivant la théorie quantitative de la monnaie, les alliés et les experts internationaux pointent du doigt l'émission fiduciaire destinée à monétiser les déficits expliquant ainsi le phénomène hyper-inflationniste (Capie et al. 1994 p.19 ; Holtfrerich, 1986 p.168 ; Kindleberger, 1993 ; Orléan, 2008). Leur diagnostic identifie des problèmes de source fiscale affectant l'offre monétaire et in fine le taux de change. En effet, Kisch & Elkin (1928 p.2) soulignent que les réformes des banques centrales dans la décennie ont été pour la plupart insérées dans le cadre de plans de stabilisation destinées à lutter contre l'inflation, interprétée comme dérive de l'émission fiduciaire.

Du diagnostic découle la réponse au problème identifié. Pour discipliner le gouvernement dans la conduite de la politique budgétaire et éviter que les déséquilibres budgétaires affectent la monnaie, il faudrait logiquement limiter l'accommodation monétaire. Au niveau institutionnel, cela passe par une réforme des statuts des banques centrales leur accordant plus d'indépendance. L'indépendance des banques centrales autrichienne, hongroise et allemande leur semble un moyen d'éviter ces ingérences politiques en matière monétaire. Elle est envisagée à l'époque comme la pièce-maîtresse de ces plans de stabilisation et de sortie de la crise hyper-inflationniste :

“The independence of the Bank of Issue was a cardinal feature of the League of Nations reconstruction schemes for Austria and Hungary, and the League’s Financial Committee have remained strong advocates of independent Central Banks. Further, in countries where the pre-war legal provisions remain the actual tendency has been strongly against active political control.” (Ib. 1928 p.17)

---

<sup>36</sup> Une analyse centrée sur l'IBC *de facto* impliquerait un travail plus poussé et sujet à une plus forte subjectivité en fonction des indicateurs adoptés. La BoE peut, par exemple, être considérée comme étant relativement indépendante *de facto* dès le début des années 20, entre 1920 et 1921 (cf. supra). Il n'y aura un changement légal qu'en 1946 au moment de sa nationalisation.

<sup>37</sup> Pour l'instant on n'a pas encore mené l'enquête sur les cas de réforme dans la seconde partie de la décennie. D'un point de vue théorique, nous considérons que l'indépendance devient réellement importante dans le cadre d'un régime de monnaie fiduciaire. À la fin de 1925, la plupart pays, plus d'une trentaine, avait fait le retour à l'or marquant une restauration assez conséquente qui rend l'indépendance relativement moins importante (Eichengreen, 1995 p.187-193).

En l'absence d'une théorie normative de l'IBC (cf. supra), c'est donc la doctrine, produite par les banquiers centraux et les experts monétaires, et d'un ressort plus normatif et idéologique, qui a servi de référence à ces plans de stabilisations conduisant à une plus grande indépendance des banques centrales. Il est fort intéressant de voir que Norman lui-même le reconnaîtra très clairement:

“Indeed, it seems evident that the limitations imposed on new or reorganized Banks during the last few years arise more from the fear and mistrust of political interference than from the needs of Central Banking as such.” (p.vi)

La stabilisation monétaire autrichienne de 1923 correspond au premier cas d'application de la doctrine de l'IBC. Pendant la guerre, Vienne a procédé à un recours massif au financement monétaire, créant les tensions inflationnistes qui tourneront à l'hyperinflation en 1922. À la fin des hostilités, les prix de détail en Autriche étaient à peu près seize fois supérieurs aux niveaux d'avant-guerre (Schulze, 2005). L'Autriche qui résulte du démembrement de l'empire d'Autriche-Hongrie est un État faible, en construction et à la bureaucratie surdimensionnée pour les nouvelles dimensions. Le nouveau régime politique républicain de Vienne, traversé par le conflit social, en défaut de paiement sur des dettes d'avant-guerre et avec des réparations de guerre à définir, n'a pas d'accès aux marchés financiers (Clavin 2013 p.26-7 ; Marcus, 2011).

Vienne avait la charge de dissiper les doutes sur la soutenabilité du nouveau-né État autrichien et sa capacité à s'engager sur une dette à long-terme, condition nécessaire pour mobiliser les marchés financiers (Sayers, 1986 p.163-7). En acceptant de se soumettre à un contrôle international via la SdN<sup>38</sup> et à des politiques déflationnistes en échange d'assistance financière, l'Autriche signalait son intention. En octobre 1922, un plan de stabilisation est adopté par la SdN, et commence à être implémenté. Le plan prévoit un ajustement fiscal visant l'équilibre budgétaire fin 1924, un prêt à long-terme interne et externe gagé sur les recettes douanières et du monopole du tabac, la nomination par la SdN d'un Commissaire Général pour la supervision de l'application du plan et la fondation d'une banque centrale indépendante. Recommandé par Norman, le néerlandais Alfred Zimmermann, maire de Rotterdam, est nommé Commissaire Général et assume son poste en décembre 1922 (Cottrell, 2012 p.54).

---

<sup>38</sup> L'entité qui guidera ces plans est le Comité Financier, organe issu de la Conférence de Bruxelles (Decorzant, 2011a, b).

Avant d'engager la BoE et de mobiliser le milieu financier pour un prêt<sup>39</sup>, Norman voulait des garanties d'orthodoxie monétaire pour éviter que l'inflation ne sape l'effet des crédits internationaux. Attribuant ce danger inflationniste à l'émission de billets, le gouverneur anglais demande la nomination d'un étranger à la tête de la nouvelle Banque Nationale d'Autriche. Ayant déjà accepté la soumission à un Commissaire Général étranger, le Chancelier autrichien exigeait que la *Oesterreichische Nationalbank* soit présidée par un compatriote et finit par nommer l'ancien ministre des Finances Richard Reisch (Sayers Ib.168). En contrepartie, et à la demande de la SdN, le gouvernement autrichien a dû créer le poste de conseiller étranger auprès de sa banque centrale, poste qui perdurera après la fin du contrôle de la SDN (Cottrell, Ib. p.53).

La nouvelle banque centrale commence l'activité le 1<sup>er</sup> janvier 1923. Elle est doté de « pouvoirs d'émission de billets exclusifs et strictement orthodoxes » (Sayers, 1986 p.163-7) Pour Norman, le plan de stabilisation de l'Autriche a été l'occasion de mettre en pratique sa doctrine et de façonner une banque centrale naissante (Sayers Ib. 168-170). L'expérience a fourni un modèle de réforme<sup>40</sup> des banques centrales en particulier et des économies en général bientôt appliqués en Hongrie et dans d'autres pays (Clavin 2013 p.26-7 ; Cottrell, 2013 ; Fior, 2008 p.334-passim ; Marcus, 2011).

En 1923, la Hongrie vivait une situation en tout semblable à celle de l'Autriche avec un surplus de conflit territorial. Faute d'accès aux marchés, les dirigeants hongrois se tournent en mars vers la BoE pour obtenir un prêt en échange de recettes futures d'exportation (Cottrell, 1997 p.43-55). La BoE est prête à intervenir dans le cadre d'un plan de stabilisation orienté par la SdN si Budapest obtient un accord sur les réparations. Les dirigeants de *Threadneedle Street* exigent une réforme de la banque centrale hongroise de l'ordre de celle implantée en Autriche afin de contrôler l'émission de billets et de garantir son indépendance (Sayers, 1986 p.172).

En mars 1924, un plan a été adopté incluant à peu près les mêmes axes de réforme. L'avocat financier américain Jeremiah Smith est nommé Commissaire-Général. Proche des financiers J.P.Morgan & Co. (Schuker, 2003 p.52-3), qui seront appelés à jouer un rôle central dans la souscription du prêt international, Smith restera

<sup>39</sup> Après avoir garanti que la banque centrale soit indépendante, « orthodoxe » et sous supervision internationale, Norman engage la BoE et mobilise le milieu de la finance menant une véritable « diplomatie de banquier ». (cf. Cottrell, 2012, p. 45-58). La banque centrale anglaise a réescompté les bons du Trésor autrichiens en février et mars 1923 et puis a assuré, avec les Morgans, l'émission d'un prêt à long terme (Cottrell, 2012 p.55-7 ; Schuker, 2003 p.58).

<sup>40</sup> Cette stabilisation monétaire correspond au premier cas d'un pays soumis à un contrôle financier par une instance supranationale. S'agit d'un plan d'ajustement *ante litteram*, la SdN s'avère l'antécédent du Fonds Monétaire International (FMI) (Pauly, 1997, 1996).

dans le pays jusqu'à fin juin 1926, date de la fin de la tutelle de la SdN<sup>41</sup> (Fior, 2008 ; Peterecz, 2013). Le 24 juin 1924, la Banque Nationale de Hongrie (*Magyar Nemzeti Bank*) ouvre ses portes. Cette fois-ci, il n'y pas eu de controverse concernant la nomination d'un hongrois pour la présidence de la banque centrale et la solution à l'autrichienne a été reproduite. De par son expérience et compétence reconnues, Sándor Popovics, gouverneur de la Banque d'Autriche-Hongrie (*Oesterreichisch-ungarische Bank*) de 1909 à 1918 et ministre des Finances pour une courte période en 1918, avait le soutien de la SdN et de Norman (Péteri, 2002 p.89).

Il est frappant de voir à quel point les statuts des banques autrichienne et hongroise se ressemblent, les derniers reprenant des pans entiers des premiers. À peu près la même structure organisationnelle (banques privées, conseil des gouverneurs et conseil d'administration) et les mêmes procédures de nomination sont mises en place<sup>42</sup>. Dans le cas hongrois, l'indépendante semble être plus marquée que dans le cas autrichien. Une mention particulière est faite pour affirmer la liberté de fixation du taux d'intérêt - « free discretionary right to fix the uniform rate of interest » - et il n'y a pas de mention à des pouvoirs de supervision reconnus au commissaire d'État.

Dans les deux cas, l'objectif principal de la banque centrale est de préparer le retour à un étalon-or avec circulation d'or (*specie standard*). Entretemps, la banque centrale doit au moins assurer que la monnaie ne se déprécie pas et garantir une couverture légale de l'émission de billets étant sujette à des pénalités croissantes en cas de sous-couverture (*note tax*). L'indépendance est alors vue comme un moyen de faciliter le retour à l'or.

Contrairement à la BoE, la couverture en or est globale, sans distinction entre les billets et les dépôts, étant plus restrictive (Kisch & Elkin, 1928 p.80). Il y a une forte limitation de l'accommodation monétaire dans les statuts, avec des dispositions sur le recours direct de l'État ne permettant pas de crédit (Ib. p.34).

Des dispositions sont également incluses concernant le recours indirect à l'accommodation, c'est-à-dire, par le biais du réescompte de dette gouvernementale à court-terme, comme les bons du Trésor, par la banque centrale pour des tiers. À contre-

---

<sup>41</sup> Dans le cas autrichien, le commissaire-général a aussi terminé sa mission en fin juin 1926 (Mouré, 2003 p.143)

<sup>42</sup> Le gouverneur est désigné pour un mandat de 5 ans renouvelable par le chef de l'État après nomination par le gouvernement, les sous-gouverneurs sont élus par les membres du conseil des gouverneurs puis approuvés par le gouvernement tandis que les restants gouverneurs sont élus par l'assemblée générale des actionnaires. Le gouvernement nomme un commissaire d'État qui est invité aux rendez-vous des deux conseils à titre consultatif et qui assure la conformité de la conduite de la banque avec ses statuts.

courant de pratique générale d'après-guerre, il y a des restrictions au réescompte de dette gouvernementale en Autriche (Jobst & Ugolini, 2016 p.15-6).

Concernant la stabilisation monétaire allemande, il y a eu deux réformes de la banque centrale, en 1922 et 1924, sous la tutelle internationale des Alliés et en rapport avec la question de réparations. Contrairement aux cas autrichien et hongrois, la stabilisation monétaire allemande n'a pas pu compter avec l'intervention de la SdN<sup>43</sup> mais le contrôle international a été plus fort.

Après la définition du montant des réparations allemandes et des annuités en mai 1921, l'Allemagne est fréquemment en défaut de paiement, le mark se déprécie très considérablement et l'inflation s'accélère (Sayers p.175-6). Les alliés, souscrivant la théorie quantitative de l'inflation contre celle de la balance des paiements, pointent du doigt l'émission fiduciaire de la Reichsbank destinée à monétiser les déficits. Comme l'une des conditions pour discuter d'un moratoire sur les réparations, ils exigent une réforme de la banque centrale allemande (Holtfrerich, 2008, 1988, 1986 ; Orléan, 2008).

La loi d'autonomie de la Reichsbank du 26 mai 1922, entrée en vigueur le 24 juillet 1922, était censée renforcer la position du gouverneur face au Chancelier du Reich en lui octroyant une plus grande indépendance légale, notamment la nomination à vie (Holtfrerich, 2008 p.40). Les Alliés ont pensé à l'inclusion d'un conseiller étranger auprès de la Reichsbank, dont la nomination serait faite par la Commission des Réparations, mais cette piste a finalement été abandonnée apparemment sous l'influence de Norman qui craignait un affaiblissement de la légitimité de la banque centrale allemande par rapport au gouvernement (Sayers p.175-6).

Or, curieusement, l'hyperinflation semble s'enclencher dans cette seconde moitié de 1922 (Holtfrerich, 2008 p.40). Rudolf von Havenstein, gouverneur allemand à vie, partisan de la théorie de la balance des paiements, alors dominante en Allemagne, considère que le problème réside dans les réparations qui engendrent le déficit de la balance des paiements et le conséquent affaiblissement du taux de change. En attendant la résolution du problème de base des réparations, Havenstein juge indispensable, face à la situation du pays, de monétiser les déficits et n'hésite pas à le faire, malgré son indépendance (Orléan, 2008 p.30-3). En effet, c'est une banque centrale allemande

---

<sup>43</sup> L'Allemagne, qui n'est pas membre de la SdN jusqu'en 1926, était trop importante d'un point de vue économique et politique pour que le plan passe par l'instance supranationale. (Clavin 2013, p.25-6 ; Mouré, 2003 p.144).

juridiquement indépendante qui présidera à l'hyperinflation (Bibow, 2010, 2009; Capie et al. 1994 p.19-20; Eschweiler & Bordo, 1993)<sup>44</sup>.

La Reichsbank sera à nouveau réformée dans le cadre du Plan Dawes de 1924 qui vient revoir la question des réparations face aux difficultés financières aigües de l'Allemagne. Le plan, en vigueur à partir de septembre 1924, rééchelonne les paiements annuels sur une période de cinq ans, prévoit un prêt international et fait dépendre les paiements de la performance de l'économie allemande (Schirrmann, 2006, p.135-6 ; Simmons, 1993, p.376 ; Toniolo, 2005, p.28). L'américain Parker Gilbert est nommé au poste d'agent-général des réparations qui a la tâche de surveiller les paiements et de garantir qu'il ne sape pas la stabilisation monétaire. Le prêt international était essentiel pour soulager les allemands et convaincre les français, car il permettait des paiements immédiats de réparations, mais les créanciers voulaient plus de garanties d'orthodoxie monétaire.

Constatant l'échec de la loi d'autonomie de 1922 mais persistant dans la logique, les Alliés veulent une Reichsbank plus indépendante du gouvernement *et* dorénavant sous tutelle internationale, exprimant encore plus fortement leur méfiance à l'égard des interventions gouvernementales. La loi du 30 août 1924 s'ouvre en affirmant d'emblée l'indépendance de la banque centrale allemande - "The Reichsbank is a bank independent of Government Control" - tellement la question était considérée comme étant primordiale (Kisch & Elkin, 1928 p.18).

La réforme de la Reichsbank ira plus loin que celles d'Autriche et de la Hongrie où la présence internationale se faisait sentir par un conseiller étranger. Un nouvel organe, le Conseil Général (*Generalrat*), aux pouvoirs considérables en termes de contrôle de contrôle de la politique monétaire et de la nomination, est composé pour la moitié de représentants étrangers (7) et dirigé par le président de la *Reichsbank*. Ce Conseil nomme le président de la *Reichsbank* - qui préside aussi le conseil d'administration - et contrôle la conduite de la politique monétaire, notamment l'émission fiduciaire et la définition des réserves. Il n'y a pas de nomination directe par le pouvoir politique ni même pour le gouverneur. Le président du Conseil Général, c'est-à-dire le gouverneur, est élu par le Conseil lui-même (un allemand élu à majorité de 9, dont 6 allemands), le Président de la République ayant la possibilité d'opposer son

---

<sup>44</sup> Hjalmar Schacht, le célèbre gouverneur qui suivra, lui-même reconnaîtra l'inanité de l'indépendance légale accordée par la loi d'autonomie de 1922 étant donné que, face aux circonstances, la Reichsbank considérait qu'il était « inutile de tenter de stabiliser la monnaie tant que la Ruhr était occupée et que le montant des dettes de guerre n'était pas déterminé » (Schacht, 1967 p. 65).

droit de veto menant à une deuxième élection qui deviendra définitive même s'il y a un nouveau veto (Kisch & Elkin, 1928 p.58).

Le Conseil Général examine les propositions du président et d'un commissaire à l'émission de billets. Tandis que le gouverneur est allemand, le Commissaire à l'émission de billets est un des étrangers (élu à majorité de 9, dont 6 étrangers). Les membres du Conseil Général ont un mandat de 3 ans à l'exception du président et du Commissaire à l'émission de billets qui ont des mandats de 4 ans. Ce Commissaire à l'émission de billets est également présent dans le conseil d'administration et contrôle l'émission sur la base de statistiques quotidiennes sur l'émission et la couverture<sup>45</sup>.

La politique monétaire est fortement encadrée notamment par une couverture d'au moins 40 % (or et devises) de la monnaie dont les dérogations doivent être approuvés par le *Generalrat* (Clavert, 2006, p.49 ; Sayers p.182). Les statuts limitent aussi l'accommodation monétaire (Kisch & Elkin, 1928 p.34). Comme dans le cas autrichien, il y a des restrictions au réescompte de dette gouvernementale (Jobst & Ugolini, 2016 p.15-6).

#### 4 - Contribution, Limites et Perspectives

On se propose maintenant d'évaluer et interpréter les résultats, d'évaluer la contribution et les limites de ce travail et d'envisager d'éventuelles perspectives. Cet article avait pour objectif finale de proposer un récit historique alternatif sur l'IBC. On a essayé de démontrer que la doctrine et l'adoption de l'IBC précèdent la théorie. Dans les années 20, on a identifié une doctrine de l'indépendance dans la doctrine « Norman » et dans les recommandations internationales. On a aussi considéré qu'il y a eu une première vague d'adoption de l'IBC. La pertinence historique et théorique du récit proposé est, évidemment, à confirmer. Dès à présent, certains aspects peuvent être clarifiés.

La littérature d'histoire économique sur laquelle on s'est appuyé pour traiter de l'émergence d'une doctrine de l'indépendance et des cas d'adoption de l'IBC dans les années 20, nous a servi de socle descriptif. Sur la base notamment des travaux de Cottrell (2012, 1997) et Sayers (1986) concernant la doctrine du *central banking* de Norman, on a développé une analyse mettant particulièrement l'accent sur le principe

---

<sup>45</sup> Le conseil d'administration, composé uniquement d'allemands, assure la gestion courante de la banque. Ses membres sont nommés par le président de la *Reichsbank* pour un mandat long de 12 ans censé leur assurer une grande indépendance.

d'indépendance. On a confronté la doctrine à la littérature économique plus tardive et questionné sa place dans l'histoire des idées. Sur la base de la description des cas d'adoption de l'IBC, on s'est interrogé sur l'existence d'une première vague d'adoption bien antérieure à celle décrite par le récit historique standard.

Cependant, cette littérature n'explique pas ou n'explique pas de façon satisfaisante pourquoi l'IBC devient-elle importante à l'époque, aux yeux des contemporains. Comme nous l'avons affirmé, la littérature théorique sur l'IBC est souvent anhistorique. De son côté, la littérature d'histoire économique souffre souvent du problème inverse, étant peu théorique. D'où l'intérêt de confronter et de combiner ces deux types de littérature souvent déconnectés. Une des pistes qui ressortent de cet article consiste donc en l'explication théorique de l'importance de l'IBC dans cette première partie des années 20. En effet, il s'agit de répondre à des questions plus générales comme : Pourquoi et quand l'IBC est-elle importante ? Comment est-il lié à d'autres arrangements monétaires? Est-ce un substitut ou un complément?

On a avancé une explication d'après laquelle l'IBC a été si valorisée dans l'après-guerre car elle s'avère un arrangement institutionnel alternatif dans l'absence de règles monétaires dures fournissant un ancrage nominal, telles que l'étalon-or. En effet, il nous semble que penser l'IBC comme arrangement institutionnel n'a un vrai sens ou substance que dans un régime de monnaie fiduciaire, où l'action discrétionnaire peut se déployer. Qui plus est avec l'affirmation progressive du *modern central banking* et la régulation de la monnaie et du crédit dans le cadre de politiques de stabilisation, la banque centrale et la politique monétaire sont appelés à jouer un rôle actif dans la gestion de la demande (Holtfrerich et al. 1999, Perroux, 1945)<sup>46</sup>. C'est dans ce cadre que nous appréhendons l'émergence d'une doctrine de l'indépendance et l'existence d'une première vague d'adoption de l'IBC.

L'IBC s'avère complémentaire à certaines règles monétaires, comme les plafonds à l'émission fiduciaire, et alternative à d'autres, comme l'étalon-or. En mobilisant une grille de lecture « friedmanienne » du débat *rules vs discretion*, on peut émettre l'hypothèse que le plus l'arrangement monétaire est discrétionnaire, le plus

---

<sup>46</sup> Face à l'expression et la représentation politique accrues des classes populaires, l'IBC est une des armes des élites contemporaines en vue de la « neutralisation/dépolitisation » de l'enjeu monétaire. La graduelle extension du droit de vote et la réforme des systèmes électoraux (de plus en plus proportionnels), la croissante syndicalisation, la montée des partis politiques dominés par les classes ouvrières et l'attention croissante accordée au problème du chômage rendent beaucoup plus difficiles les politiques dictées par les chaînes de l'or et plus envisageables des politiques plus interventionnistes (Eichengreen, 1995; Hautcoeur, 2009).

l'IBC tend à être pertinente<sup>47</sup>. Aux yeux de Friedman, l'IBC est un « détail » dans le cadre de l'étalement-or, du fait d'un degré très réduit de discréction, et s'avère un substitut d'autant plus importante que l'automaticité de l'étalement-or s'étiole (Schwartz, 2009 p. 4-5). On considère ainsi que, sous des règles monétaires dures, les marges de manœuvre sont si réduites que l'IBC devient d'une certaine manière redondante<sup>48</sup>.

Ainsi, il ne semble pas véritablement approprié de parler de politique monétaire au sens moderne sous l'étalement-or classique car le mandat allait de soi (Aglietta & Cartelier, 1998; Bordo, 1981). Se référer à l'IBC dans le cadre d'un régime monétaire aux règles dures ne nous semble donc pas aussi adéquat et pertinent que dans le cadre du régime fiduciaire. Sur ce point, on ne souscrit pas à la littérature historique sur l'IBC qui traite de la question de l'indépendance sur une échelle temporelle plus longue, comme un continuum, risquant de ne pas accorder suffisamment d'importance aux ruptures et différences qualitatives résultant de différents régimes monétaires (Capie et al. 1994 ; Flandreau, Le Cacheux & Zumer, 1998)<sup>49</sup>.

En guise de conclusion, abordons les éventuels approfondissements du travail. Concernant les pratiques, notre brève analyse des cas d'adoption de l'IBC dans les années 20 invite à l'approfondissement de l'enquête notamment par des études de cas à

---

<sup>47</sup> Friedman (1976 p.166-189) compare plusieurs arrangements institutionnels, la monnaie marchandise, l'IBC et les règles législatives. Il est contre l'étalement-or, de par l'instabilité inhérente de son offre monétaire, et l'IBC, de par sa crainte de toute action discrétionnaire. Il défend les règles législatives consistant à voter « un ensemble de règles strictes, limitant par avance la marge d'initiatives dont peuvent disposer des autorités monétaires » (Ibid. p.167). Ce qu'il défend ce n'est pas la délégation de la politique monétaire, c'est sa neutralisation. Pour lui, la règle est un substitut de l'IBC, vue comme trop discrétionnaire, tandis que pour les nouveaux classiques l'IBC est un arrangement institutionnel qui correspond à une règle et s'oppose à la discréction, l'absence d'engagements crédibles (Bibow, 2010 p.10).

<sup>48</sup> Ces règles monétaires que l'on peut dire dures correspondent à des objectifs intermédiaires quantitatifs à caractère opératoire, assez rigides, souvent inscrits dans la loi pour crédibiliser l'engagement, servant d'ancrage nominal et censés limiter fortement, voire éliminer, l'action discrétionnaire dans la conduite de la politique monétaire dans le but de préserver le pouvoir d'achat de la monnaie. Parmi ces règles on peut énumérer l'étalement-or, le *Currency Board*, le ciblage monétaire, c'est-à-dire, des règles de croissance des agrégats monétaires, dont la règle de Friedman est la plus connue (Orléan, 2011 p.213-17; Scialom, 2013 p.111). Notons que le débat *rules vs discretion* n'épuise la question de la « neutralisation/dépolitisation » de la monnaie qui peut également être saisie par l'opposition *central vs free banking* (Goodhart, 1988). En effet, la solution la plus radicale pour « neutraliser » la monnaie est celle du *free banking* proposée par Hayek (1976). Voyant dans l'étalement-or le moins pire des systèmes possibles dans le cadre du *central banking*, Hayek veut aller à la racine de ce que pour lui pose problème, l'intervention discrétionnaire de l'État, et en éliminer la possibilité avec l'abolition du monopole public sur la monnaie au cours légal. Pour Orléan, Hayek « pousse à sa conclusion ultime l'analyse libérale » (Orléan, 2011 p.242-3).

<sup>49</sup> Nous relativisons donc les discours sur l'IBC sous l'étalement-or. Ainsi, les propositions de Ricardo allant dans le sens de l'indépendance (Deleplace, 2017 p.65-7, 336-7) nous semblent secondaires dans la mesure où la proposition de base est la convertibilité, l'IBC étant posée comme un complément. On émet aussi des doutes sur Flandreau, Le Cacheux & Zumer (1998) et Flandreau (2003) qui considèrent qu'on est en présence d'une doctrine de l'IBC dès la fin du XIX. Se référant à ces travaux, Bordo et al. (2016 p.2) évoquent une doctrine de l'IBC qui aurait été un précurseur de la théorie moderne. Or, les éléments de discours et les références citées versent souvent sur la dépolitisation de la monnaie en général et ne semblent pas suffisants pour qu'on soit en présence d'une véritable doctrine de l'IBC.

part entière. Des comparaisons avec d'autres époques sont envisagées pour identifier des tendances et expliquer le rapport entre IBC et les autres arrangements monétaires, notamment internationaux<sup>50</sup>. Puis, les observations faites par Cottrell et Sayers quant aux rapports entre la BoE et les banques commerciales dans l'immédiat après-guerre, nous invitent à continuer de poser la question de l'indépendance par rapport à la banque et à la finance (Do Vale, 2016), au-delà de la question traditionnelle de l'IBC par rapport aux autorités politiques. Une des pistes de recherche serait l'analyse de la « double indépendance » au Royaume-Uni dans l'immédiat après-guerre (1918-1922) en prenant en compte les liens entre les conditions d'endettement public, le fonctionnement du marché monétaire, les caractéristiques du secteur bancaire et l'effectivité de la politique de taux de la banque centrale. Ceci nous conduirait, dans un effort de théorisation, à dégager des facteurs structurels qui peuvent affecter l'IBC par rapport à la banque et la finance, à s'intéresser à l'interaction entre les deux types d'indépendance et à éventuellement identifier des facteurs déterminants de l'interaction.

Finalement, cet article nous conduit aussi à renouveler l'intérêt pour la vision des praticiens comme une partie de l'effort d'historicisation de l'IBC. On peut s'interroger sur le statut de la doctrine des praticiens, en l'occurrence celle de Norman, qui semble se situer en zone grise, entre la pratique et la théorie. Le *central banking* est souvent décrit comme un art plutôt qu'une science. Hawtrey (1932, p.vi-vii) semble considérer que tout en étant un art il n'est pas moins fondé sur le « systematic reasoning » caractéristique de la science, quoique orienté vers les fins et l'action. La doctrine Norman semble tenir dans cette description si l'on considère l'art au sens large, incluant la production intellectuelle des praticiens. Ainsi, pour ce qui est l'IBC, les praticiens précèdent les théoriciens, l'art précède la science<sup>51</sup>. On peut dire de même pour l'adoption de l'IBC. Somme toute, l'art vient alors avant la « science », que ce soit l'art au sens strict du terme, c'est-à-dire, l'action des praticiens et son cadre institutionnel, et l'art au sens large, incluant la production doctrinale des praticiens.

---

<sup>50</sup> Dans ce sens, des travaux en Économie Politique Internationale (Bearce 2008; Bernhard, Broz, & Clark 2002) traité la question de substituabilité entre taux de changes fixes et l'IBC. Une comparaison entre le début des années 20 et 70 serait intéressante étant donnés certains aspects en commun. Après l'éclatement du *Gold Exchange Standard* de Bretton Woods, face au flottement des changes, à l'absence d'ancrage nominal et aux tensions inflationnistes, comme dans les années 20, l'IBC est vue comme une alternative.

<sup>51</sup> Le cas du prêteur en dernier ressort (PDR) est paradigmique de la préexistence de l'art par rapport à la « science » dans les affaires monétaires. Bignon, Flandreau & Ugolini (2012) démontrent que c'est l'action du PDR dans la crise Overend-Gurney de 1866 qui stimulera la formulation de la doctrine de Bagehot (1873). Comme le rappelle Kindleberger (1989) « le prêteur en dernier ressort est une construction non de l'esprit mais de la pratique du marché » (cité dans Scialom, 2013 p.100)

Annexe 1  
Document "Central Banks"

Version finale de mars 1921 après ajouts à la version de janvier 1921

**Appendix:** Norman's 'Epitome' of Central Banking

**CENTRAL BANKS**

- A Central Bank should not compete with other Banks for general business.
- A Central Bank should not take monies at interest on its own account nor accept Bills of Exchange.
- A Central Bank should have no Branch outside its own country.
- A Central Bank should not engage in a general Exchange business on its own account with any other country.
- A Central Bank should be independent but should do all its own Government's business - directly or indirectly - including Gold and Currency.
- A Central Bank should be the Banker of all other Banks in its own country and should assist them to develop its business and economic resources.
- A Central Bank should protect its own Traders from the rapacity of other banks in its own country.
- [\*] A Central Bank should act as the settling agent for Clearing House balances arising between the Banks of its own country, and to the widest extent practicable.
- [\*] A Central Bank should handle domestic collections for its members and so regulate the domestic exchanges.
- [\*] A Central Bank should have power to examine Banks which come to the Central Bank for credits and assistance.
- A Central Bank may have an Agency in another country.  
That Agency should either be in its own name or should be the Central Bank of the other country: in the former case it should do all its Banking and all kindred business with the Central Bank of the other country.  
And should co-operate in practice and principle with the Central Bank of the other country.  
And should receive the most favoured treatment and information from the Central Bank of the other country.  
And should do the Banking and kindred business of its Principal's Government in the other country.

March, 1921.

---

Points marked \* were added by Strong to Norman's original compilation of January 1921 [for which see BoE; OV 37/20, Norman to Clegg, 28 Jan. 1921.]

*Source:* BoE; OV 37/20, Norman to Clegg, 1 Apr. 1921, f.6A

Source: Cottrell 1997 p.63

## Annexe 2

“Resolutions proposed for adoption by the Central and Reserve Banks represented at Meetings to be held at the Bank of England, Part I.

### Resolutions concerning Co-operation”

Version préliminaire du 13 juin 1922

1. Autonomy and freedom from political control are desirable for all Central and Reserve Banks.
2. Subject to conformity with the above clause a policy of continuous co-operation is desirable among Central Banks and Reserve Banks, wherever situated.
3. Without hampering their freedom, co-operation should include confidential interchange of information and opinions among such Banks with regard to such matters as rates of discount, the stability of exchanges and the movement of gold.
4. Each such Bank should recognise the importance of international as well as national interests in the re-establishment of the world's economic and trade stability.
5. Each such Bank should endeavour to conduct its foreign banking operations exclusively with the respective Central or Reserve Banks of other countries.
6. Each such Bank should endeavour to extend adequate and proper banking facilities, without undue regard to profit, to other Central and Reserve Banks: such facilities to include the custody of gold, monies and securities and the discounting of approved bills of exchange.
7. Each such Bank should take steps as may be possible to ensure at all times the absolute right of withdrawal of all gold, monies and securities on behalf of other Central and Reserve Banks.
8. Each such Bank should endeavour to assist in the establishment of a free market in forward exchange in its own country when no adequately organised market exists.

Source: Péteri, 1992 p.240 ; Sayers, 1976 vol. 3 p.74-5

## Références

- Aglietta, M. (1992). « L'indépendance des banques centrales », *Revue d'économie financière*, n° 22, pp. 37-56.
- Aglietta, M. & Cartelier, J. (1998). « Ordre monétaire des économies de marché ». In Aglietta, M. & Orléan, A. (dir.) *La Monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob pp.129-157
- Alesina, A. & Summers, L. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 25(2): 151-62.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A description of the money market*. London: Henry S. King & Co.
- Balls, E., Howat, J. & Stansbury, A. (2016), ‘Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like?’, Harvard Kennedy School Mossavar-Rahmani Centre for Business and Government Associate Working Paper No. 67.
- Barro, R.J. & Gordon, D.B. 1983a. “A positive theory of monetary policy in a natural rate model.” *Journal of Political Economy* 91(4): 589–610.
- , 1983b. “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy.” *Journal of Monetary Economics* 12: 101–21.
- Bearce, D. H. (2008). Not complements, but substitutes: fixed exchange rate commitments, central bank independence, and external currency stability. *International Studies Quarterly*, 52(4), 807-824.
- Bernhard, W., Broz, J. L., & Clark, W. R. (2002). The political economy of monetary institutions. *International Organization*, 56(04), 693-723.
- Bibow, J. (2010). “A Post-Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics.” Working Paper No. 625, Levy Economics Institute
- , (2009). “On the origin and rise of central bank independence in West Germany.” *European Journal of the History of Economic Thought* 16(1): 155–90.
- Bignon, V., Flandreau, M., & Ugolini, S. (2012). Bagehot for beginners: the making of lender-of-last-resort operations in the mid-nineteenth century. *The Economic History Review*, 65(2), 580-608.
- Blancheton, B. (2016). Central bank independence in a historical perspective. Myth, lessons and a new model. *Economic Modelling*, 52, 101-107.
- , (2001). *Le Pape et l'Empereur. La Banque de France, la direction du Trésor et la Politique monétaire de la France (1914-1928)*, Paris, Albin Michel, coll. «Histoire de la mission historique de la Banque de France »
- Bordiss, B. & Padayachee, V. (2011). “A superior practical man”: Sir Henry Strakosch, the gold standard and monetary policy debates in South Africa, 1920–23. *Economic History of Developing Regions*, 26 (sup1), pp.114-122.
- Bordo, M. D. (1981). “The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May, pp. 2-17
- Bordo, M. D., Eitrheim, Ø., Flandreau, M., & Qvigstad, J. F. (eds.). (2016). *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*. Cambridge University Press.
- Bordo, M. D., & Hautcoeur, P.-C. (2007). Why didn't France follow the British stabilisation after World War I?. *European Review of Economic History*, 11(01), 3-37.
- Capie, F., Goodhart, C., & Schnadt, N. (1994). The development of central banking. In Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. & Schnadt, N. (eds.) *The Future of Central Banking*, Cambridge, Cambridge University Press. P.1-112
- Clavert, F. (2011). « La fondation de la Banque des règlements internationaux.» in *Histoire, économie & société*, 2011/4 30e année, pp. 11-17

- (2006). « Hjalmar Schacht, financier et diplomate (1930-1950) », thèse de doctorat en Histoire contemporaine, Université de Strasbourg III ; version publiée : (2009) *Hjalmar Schacht, financier et diplomate : 1930-1950*, Peter Lang, Bruxelles
- Clavin, P. (2013). *Securing the world economy: the reinvention of the League of Nations, 1920-1946*. Oxford University Press.
- Clay, H. (1957). *Lord Norman*, London, Macmillan
- Conant, C. A. (1915). *A history of modern banks of issue*. New York & London: G.P. Putnam's Sons. [1896]
- Cottrell, P. L. (2013). Austrian Reconstruction, 1920-1921: A matter for private business or the League of Nations ? In Berghoff, H., Kocka, J. & Ziegler, D. (2013). *Business in the age of extremes: essays in modern German and Austrian economic history*. Cambridge: Cambridge University Press
- (2012). Central banks, central banking and central bank cooperation. The emergence of international central banking during the aftermath of the first world war. in Feiertag, Olivier et Margairaz, Michel, dir. 2012 *Les banques centrales à l'échelle du monde : l'internationalisation des banques centrales des débuts du XXe siècle à nos jours*, Paris, Presses de Sciences Po, pp.27-58
- (1997). "Norman, Strakosch and the development of central banking: from conception to practice." in Cottrell, P.L. ed. 1997 *Rebuilding the financial system in Central and Eastern Europe*. Aldershot: Scholar Press pp.29-73
- Crowe, C. & Meade, E. E. (2007), 'The Evolution of Central Bank Governance around the World', *Journal of Economic Perspectives* 21(4): 69-90.
- Cukierman, A. (2008). "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions--Past, Present and Future," *European Journal of Political Economy*, vol. 24 (December), pp. 722-36.
- (1992). Central Bank Strategy, Credibility and Independence. MIT Press, Cambridge, MA.
- Cukierman, A, Webb, S. B. & Neyapti, B. (1992), Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6, 353–398.
- Decorzant, Y. (2011a). *La Société des Nations et la naissance d'une conception de la régulation économique internationale*. Bruxelles : Peter Lang.
- (2011b) « La Société des Nations et l'apparition d'un nouveau réseau d'expertise économique et financière (1914-1923) », *Critique internationale*, 2011/3 n° 52, pp. 35-50
- Deleplace, G. (2017). *Ricardo on Money: A Reappraisal*. London & New York: Routledge
- Descamps, F. & Quennouëlle-Corre, L. (dir.), (2015). *La mobilisation financière pendant la Grande Guerre: Le front financier, un troisième front*. Paris : Institut de la gestion publique et du développement économique (IGPDE), Comité pour l'histoire économique et financière de la France (CHEFF)
- Devin, G. & Smouts, M.-C.. (2011). *Les Organisations Internationales*. Armand Colin, Paris
- Do Vale, A. (2016). « Penser la "double indépendance" des banques centrales: autonomie par rapport au gouvernement et indépendance par rapport au privé ». Mémoire de Master 2 (Institutions, Économie et Société - Université Paris Nanterre & École des Hautes Études en Sciences Sociales) sous la direction de Jacques Sapir.
- (2015). « La genèse de la Banque des Règlements Internationaux: ou la première institutionnalisation internationale du principe d'indépendance des banques centrales ? ». Mémoire de Master 1 (Sciences Économiques et Sociales - Université Paris Nanterre) sous la direction de Bernadette Madeuf.
- Eichengreen, B. (1995). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford University Press, Oxford [1992]
- Einzig, P. (1932). *Montagu Norman: A Study in Financial Statesmanship*. London: Kegan Paul, Trench, Trubner & Co.

- Feiertag, O.. (2016). Introduction/Les banques centrales et l'État une réévaluation. In Feiertag, O. & Margairaz, M. (dir.). *Les banques centrales et l'État-nation* (pp. 11-26). Presses de Sciences Po
- , (2012). « Introduction. Les Banques centrales à l'échelle du monde. La grande transformation », in Feiertag, Olivier et Margairaz, Michel, (dir.). *Les banques centrales à l'échelle du monde: l'internationalisation des banques centrales des débuts du XXe siècle à nos jours*. Paris : Presses de Sciences Po, p. 13-23
- , (1999). « Banques centrales et relations internationale au XXe siècle: le problème historique de la coopération monétaire internationale », *Relations Internationales*, n° 100, pp. 355-376
- Feiertag, O. & Margairaz, M., (dir.) (2012). *Les banques centrales à l'échelle du monde : l'internationalisation des banques centrales des débuts du XXe siècle à nos jours*. Paris: Presses de Sciences Po.
- Feiertag, O., & Martín-Aceña, P. (1999). The Delayed Modernization of the Central Banks of France and Spain in the Twentieth Century. In Holtfrerich, Reis & Toniolo (ed.) *The Emergence of Modern Central Banking from 1918 to the Present*. p.37-68.
- Fior M. (2008). *Institution globale et marchés financiers: la Société des Nations face à la reconstruction de l'Europe, 1918-1931*. Bern : Peter Lang.
- Flandreau, M. (2003). Crises and punishment: moral hazard and the pre-1914 international financial architecture. In Flandreau, M. (ed.). *Money Doctors: The experience of international financial advising 1850–2000*, Routledge, London & New York, p.13-48
- Flandreau, M., Cacheux, J. L., & Zumer, F. (1998). Stability without a pact? Lessons from the European gold standard, 1880—1914. *Economic Policy*, 13(26), 116-162.
- Forder, J. (2005). "Why is CBI so widely approved?" *Journal of Economic Issues* 39(4): 843–65.
- Friedman, M. (1976). *Inflation et systèmes monétaires*, Paris, Calmann-Lévy, Presses Pocket, n°8, coll. « Agora » [traduction de *Dollars and Deficits* 1968]
- Genoa International Economic Conference. (1922). *Resolutions of the Financial Commission recommending certain resolutions for adoption by the Conference. Reports of the Committee of Experts appointed by the Currency and Exchange Sub-Commissions of the Financial Commission*. London: His Majesty's Stationery Office (HMSO).
- Goodhart, C. (1988) *The Evolution of Central Banks*. MIT Press
- Grilli, V, D Masciandaro and G Tabellini (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, 13, 341–392.
- Hautcoeur, P.-C. (2016). « Les banques centrales et la Nation. Le XIXe siècle », in Feiertag, O. & Margairaz, M. (dir.) *Les banques centrales et l'État-nation*, Presses de Sciences Po p. 27-48
- , (2009). *La crise de 1929*. Paris: La Découverte
- Hawtrey, R. G. (1919). *Currency and Credit*. Longmans, Green and Co
- , (1928). Review of Kisch & Elkin's Central Banks. *The Economic Journal*, 38(151), 439-442.
- , (1932). *The Art of Central Banking*. Frank Cass and Compagny Limited
- Hayek, F. A. (1976). Denationalisation of money. London: Institute of Economic Affairs.
- Holtfrerich, C.-L. (2008). « La politique monétaire en Allemagne depuis 1948: Tradition nationale, meilleure pratique internationale ou idéologie? ». In Touffut, Jean-Philippe, (ed.) *Les Banques centrales sont-elles légitimes ?* Paris : Albin Michel pp. 37-71
- , (1988). « Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present », in Toniolo, Gianni (ed.), *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin and New York, Walter de Gruyter, 105-159.
- , (1986). *The German Inflation 1914-1923. Causes and Effects in International Perspective*, Berlin et New York, Walter de Gruyter [Berlin, 1980]

- Holtfrerich, C., Reis, J. & Toniolo, G. (eds.) (1999). *The Emergence of Modern Central Banking from 1918 to the Present*. Ashgate, Aldershot,
- Howson, S. (1975). *Domestic monetary management in Britain, 1919-38* (Vol. 48). Cambridge: Cambridge University Press.
- (1974). "The Origins of Dear Money, 1919-20" *The Economic History Review*, Vol. 27, No. 1 (Feb., 1974), pp. 88-107
- Jobst, C., & Ugolini, S. (2016). The Coevolution of Money Markets and Monetary Policy, 1815–2008. In Bordo, M. D., Eitrheim, Ø., Flandreau, M., & Qvigstad, J. F. (eds.). *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*. Cambridge University Press. pp.145-194
- Keynes, J. M. (2013). A Tract on Monetary Reform. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. IV. Cambridge : Cambridge University Press. [1923]
- Kindleberger, C. P. (1993). *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, Paris : Economica
- (1989). Manias, Panics, and Crashes. New York: Basic Books. 2<sup>nd</sup> Edition [1978]
- Kisch, C. H., & Elkin, W. A. (1928). *Central Banks: A Study of the Constitutions of Banks of Issue, with an Analysis of Representative Charters*. London: Macmillan.
- Kydland, F. et Prescott, E. (1977). "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans." *Journal of Political Economy* 85(3): 473–91.
- League of Nations. (1922). *Brussels Financial Conference 1920: The Recommendations and their Application, a review after 2 Years*, Vol. I, Brussels
- Marcus, N. (2011). *Credibility, Confidence and Capital: Austrian reconstruction and the collapse of global finance, 1921--1931* (Doctoral dissertation, New York University).
- Masciandaro, D., & Romelli, D. (2015). Ups and downs of central bank independence from the Great Inflation to the Great Recession: theory, institutions and empirics. *Financial History Review*, 22(03), 259-289.
- Mouré, K. (2003). French money doctors, central banks, and politics in the 1920s. In Flandreau, M (ed.) *Money Doctors: The Experience of International Financial Advising 1850-2000*, 138-65.
- Norman, M. (1928). Foreword. In Kisch, C. H., & Elkin, W. A. (1928). *Central Banks: A Study of the Constitutions of Banks of Issue, with an Analysis of Representative Charters*. London: Macmillan.
- Orléan, A. (2008). « Croyances monétaires et pouvoir des banques centrales. » in Touffut, Jean-Philippe, ed. *Les Banques centrales sont-elles légitimes ?* Paris : Albin Michel pp. 17-35
- (2011). *L'empire de la valeur : Refonder l'économie*. Paris : Seuil
- Pauly, L. (1997). *Who elected the bankers? Surveillance and control in the world economy*, Ithaca, NY: Cornell University Press
- (1996) *The League of Nations and the Foreshadowing of the International Monetary Fund*, International Finance Section, Department of Economics Princeton University, Princeton N. J.
- Perroux, F. (1940). Les banques d'émission et l'Etat. *Revue d'économie politique*, 54(4/6), 485-498.
- Peterecz, Z. (2013). *Jeremiah Smith, Jr. and Hungary, 1924–1926: the United States, the League of Nations, and the Financial Reconstruction of Hungary*. Walter de Gruyter.
- Péteri, G. (2002). *Global monetary regime and national central banking: the case of Hungary, 1921-1929*. Wayne, NJ: Center for Hungarian Studies and Publications, distributed by the Columbia University Press
- (1995) *Revolutionary twenties: essays on international monetary and financial relations after World War I*. University of Trondheim: Trondheim
- (1992). Central bank diplomacy: Montagu Norman and Central Europe's monetary reconstruction after World War I. *Contemporary European History*, 1(03), 233-258.

- Rogoff, K. (1985). "The optimal degree of commitment to a monetary target." *Quarterly Journal of Economics* 100(4): 1169–89.
- Sayers, R. S. (1986) *The Bank of England 1891–1944*, Cambridge: Cambridge University Press, [1976]
- (1976). *The Bank of England 1891-1944: Appendixes* (Vol. 3). Cambridge: Cambridge University Press
- Schacht, H. H. G. (1967). *The Magic of Money*. London: Oldbourne. [1966 original en allemand - Magie des Geldes]
- Schirmann, S. (2006) *Quel ordre européen? De Versailles à la chute du IIIe Reich*, Armand Colin, Paris
- Schuker, S. A. (2003). Money doctors between the wars. In Flandreau, M (ed.) *Money Doctors: The Experience of International Financial Advising 1850-2000*, 49-77.
- Schulze, M. S. (2005). *Austria-Hungary's Economy in World War I*. Broadberry, S., & Harrison, M. (eds.). *The Economics of World War I*. Cambridge : Cambridge University Press. (pp. 77-111).
- Schwartz, A. (2009). "Boundaries Between the Fed and the Treasury" Position paper, The Shadow Open Market Committee (SOMC), Washington, D.C
- Scialom, L. (2013). *Économie bancaire*. Paris: La Découverte, 4<sup>e</sup> édition
- Simmons, B. A. (1993). "Why Innovate? Founding the Bank for International Settlements." *World Politics*, Vol. 45, No. 3, pp. 361–401.
- Toniolo, G. (2005) *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements 1930–1973*. Cambridge University Press: Cambridge. (with the assistance of Piet Clement)
- (ed.) (1988). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. New York: Walter de Gruyter
- Ugolini, S. (2011) "What do we really know about the long-term evolution of central banking? Evidence from the past, insights for the present" Working Paper n° 15, Norges Bank
- Yago, K. (2013) *The Financial History of the Bank for International Settlements*, Routledge. London and New York