

Qui crée la monnaie ?

La monnaie adopte des formes qui peuvent être variables, mais est toujours un instrument qui a pour propriétés d'être à la fois moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur. Plusieurs types de monnaies peuvent remplir ces fonctions de manière complémentaire : historiquement, les monnaies-marchandises ont cohabité avec les monnaies métalliques, puis les pièces avec les billets. Aujourd'hui, pièces et billets ne sont qu'une petite fraction de la monnaie en circulation, à 90 % constituée de monnaie scripturale (c'est-à-dire issue de jeux d'écriture sur les comptes bancaires et créée par le système bancaire en contrepartie des crédits distribués, eux-mêmes générateurs de dépôts). Les pièces, billets et réserves des banques commerciales à la banque centrale constituent la « monnaie banque centrale », ou base monétaire. La monnaie dans son sens le plus large (que l'on appelle « M3 ») comprend les pièces, les billets ainsi que les dépôts bancaires. Dans tous les cas cette monnaie est convertible – plus ou moins rapidement – en monnaie banque centrale (*i.e.* en billets par exemple).

Comprendre qui crée la monnaie dépend donc du type de monnaie auquel on s'intéresse et nécessite d'explicitier le fonctionnement du système bancaire, dans lequel les dépôts ne préexistent pas nécessairement aux crédits, raison pour laquelle on explique que les « crédits font les dépôts ». Si cette création monétaire « par le crédit » – qui représente l'essentiel de la création de monnaie dans l'économie – est du ressort des banques commerciales, elle n'est toutefois pas illimitée et peut même être très encadrée. *In fine*, la politique monétaire a un impact le plus souvent indirect mais extrêmement puissant sur ce processus de création monétaire. Le contrôle direct du crédit ou de la masse monétaire n'étant plus l'instrument principal des banques centrales, c'est le taux d'intérêt qui est utilisé en temps normal pour freiner ou au contraire accélérer la création de monnaie dans l'économie. Enfin, si ce dernier atteint son niveau plancher, la mise en place de mesures non conventionnelles peut toutefois permettre de pallier un freinage trop brutal de la création de monnaie par le système bancaire.

1 | DE QUELLE MONNAIE PARLE-T-ON ?

La monnaie est l'ensemble des actifs de l'économie que les individus utilisent régulièrement pour acheter des biens et des services auprès d'autres individus. En d'autres termes, elle comprend tout ce qui est généralement accepté en paiement de biens et services ou en remboursement de dettes, et se distingue du patrimoine comme du revenu.

La monnaie a trois fonctions dans l'économie : elle est intermédiaire des échanges, unité de compte et réserve de valeur. Ensemble, ces trois fonctions permettent de distinguer la monnaie des autres actifs, comme les actions, les obligations ou les biens immobiliers :

- en tant qu'instrument d'échange, elle est un élément que les acheteurs donnent aux vendeurs lorsqu'ils décident d'acheter des biens et des services. L'utilisation de la monnaie comme intermédiaire des échanges améliore l'efficacité économique et permet de minimiser le temps dépensé à échanger des biens ou des services ;
- en tant qu'unité de compte, elle est une référence que les individus utilisent pour exprimer les prix et enregistrer les dettes. C'est une unité de mesure (un numéraire) de la valeur dans l'économie ;
- en tant que réserve de valeur, elle est un élément que les individus utilisent pour transférer du pouvoir d'achat du présent vers le futur. Elle sert à épargner du pouvoir d'achat entre le moment où un revenu est reçu et celui où il est dépensé.

« La monnaie a trois fonctions dans l'économie : elle est intermédiaire des échanges, unité de compte et réserve de valeur. »

La monnaie bénéficie en outre d'une reconnaissance légale de ces fonctions, elle a un cours légal et « libératoire », ce qui veut dire que la loi impose qu'elle soit acceptée pour régler les transactions. La monnaie possède également une propriété très importante qui tient largement au concept de liquidité. La liquidité est la facilité et la vitesse relative avec laquelle un actif peut être transformé en instrument d'échange. La monnaie est de fait l'actif disponible le plus liquide puisqu'elle est elle-même l'intermédiaire des échanges.

L'évolution du système de paiement permet de mieux comprendre les différentes fonctions

de la monnaie. Historiquement, plusieurs types d'actifs ont été les supports des échanges monétaires : les monnaies-marchandises, où la monnaie prend la forme d'une marchandise ayant une valeur intrinsèque, font partie des premières formes de monnaie ; on cite souvent l'usage de coquillages dans de nombreuses sociétés primitives, mais également son retour épisodique en cas d'effondrement de la monnaie comme dans le cas des cigarettes en Allemagne en 1945¹. Les monnaies métalliques, constituées d'une quantité plus ou moins importante de métaux précieux, et dont l'usage est attesté en Asie vers - 2 000 avant J.C., se sont répandues dans le monde gréco-romain. La généralisation des monnaies papier et notamment des billets de banques est plus récente et achève de déconnecter les instruments monétaires de leur valeur marchandise : un billet n'a pas de valeur intrinsèque mais une valeur conventionnelle qui repose sur la confiance, aussi parle-t-on de monnaie fiduciaire. Dans

ce cadre, la monnaie est instituée par le gouvernement par le biais d'un décret. Les inconvénients du papier-monnaie et des pièces sont qu'ils peuvent être volés et que leur transport en grande quantité est difficile. C'est ainsi que s'est développée la monnaie scripturale, reflétée à travers les virements entre comptes par simples jeux d'écriture, pour répondre à ces problèmes. Le chèque par exemple fait partie de cette catégorie car elle représente une instruction qu'un client donne à sa banque de payer un montant à une autre personne en échange du chèque. Enfin, plus récemment, le paiement électronique peut non seulement se substituer au chèque, mais aussi remplacer le numéraire, sous la forme de monnaie électronique.

Depuis le début du xx^e siècle, en règle générale, les billets sont émis par les banques centrales, et dans l'Eurosystème, leur fabrication et plus généralement la gestion de la monnaie fiduciaire sont confiées aux banques centrales nationales². Mais les pièces et billets ne sont en réalité aujourd'hui qu'une très petite fraction de la monnaie³ : l'essentiel (90 % dans le cas de l'Eurosystème) est aujourd'hui purement scriptural, c'est-à-dire créé par le système bancaire et matérialisé uniquement dans les comptes bancaires.

Les banques centrales cherchent à mesurer au mieux la quantité de monnaie en circulation.

1 « Price stability: why is it important for you? », BCE, 2011.

2 La Banque de France, par exemple, dispose de deux sites industriels en charge de la fabrication des billets de banque, et d'un réseau de caisses pour en assurer la circulation et le recyclage <https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/billets-et-pieces.html>

3 La Banque de France met à jour des statistiques mensuelles sur les pièces et billets sur son site internet : <https://www.banque-france.fr/la-banque-de-france/billets-et-pieces.html>

Qui crée la monnaie ?

Pour cela, elles utilisent différents agrégats monétaires, auxquels sont associés des processus de création monétaire qui peuvent être différents. Ils sont mesurés à partir des actifs à caractère monétaire figurant au passif des institutions financières monétaires (IFM), *i.e.* « les établissements de crédit résidents et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou des proches substituts de dépôts d'entités autres que les IFM et qui pour leur propre compte consentent des crédits et/ou effectuent des placements de valeurs mobilières ». Ces agrégats monétaires correspondent à des types de monnaie de liquidité différente (graphique 1) :

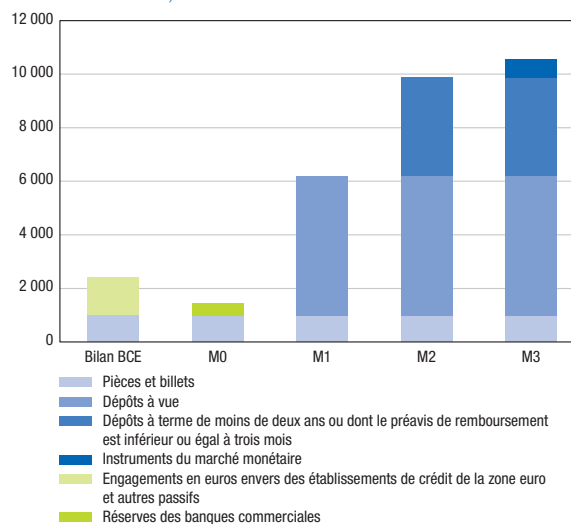
- la base monétaire (appelée également « M0 ») est constituée des pièces et billets en circulation, ainsi que des réserves des banques commerciales à la banque centrale (tableau 1). C'est la raison pour laquelle on appelle parfois cette monnaie la « monnaie banque centrale » car elle apparaît directement à son passif. Si cette forme de monnaie est effectivement créée par la banque centrale, elle dépend de la demande de billets, très saisonnière – on parle de « facteurs autonomes » – et de la demande des banques commerciales en monnaie banque centrale. Cette demande de monnaie banque centrale constitue leur besoin de « refinancement » (cf. *infra*) ;
- l'agrégat « M1 » est la mesure la plus étroite de la monnaie et comprend les pièces et billets de banque, ainsi que les dépôts à vue (les comptes courants) inscrits dans les livres des banques commerciales ;
- l'agrégat « M2 » comprend M1, plus les dépôts à terme de moins de deux ans, ainsi que ceux dont le préavis de remboursement est inférieur ou égal à trois mois. En France, les livrets réglementés (Livret A, compte épargne-logement, etc.) font partie de cet agrégat, par exemple ;
- l'agrégat « M3 », parfois appelé « monnaie au sens large » comprend M2, plus des instruments du marché monétaire comme des certificats de dépôts ou les SICAV monétaires, dont les caractéristiques sont très proches de celles de la monnaie.

Ces différentes formes de monnaie sont de proches substituts de la monnaie banque centrale et toujours « convertibles », plus ou moins rapidement, en euros émis par l'Eurosystème.

Graphique 1

Bilan de la BCE, pièces et billets et agrégats monétaires

(encours en milliards d'euros)



Note : Ces données, mises à jour de manière mensuelle, sont disponibles sur le site de la BCE : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/md/html/index.en.html>. Les données sur les réserves obligatoires et excédentaires sont disponibles ici : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html>
Source : BCE.

Tableau 1

Bilan simplifié de la BCE, au 16 juin 2015

(en milliards d'euros)

Actif		Passif	
Réserves d'or	384	Billets en circulation	1 034
Créances en devises sur les non-résidents	304	Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro (dont réserves des banques commerciales)	451
Opérations de politique monétaire (refinancement)	486	(Autres passifs)	957
Titres en euros (dont titres détenus au titre de la politique monétaire)	816		
(Autres actifs)	452		
Total	2 442	Total	2 442

La monnaie est certes un actif pour son détenteur mais c'est aussi toujours une dette pour son émetteur, que ce soit la banque centrale ou les banques commerciales. Dans le cas de la base monétaire, elle correspond aux engagements de la banque centrale vis-à-vis des IFM, dont les établissements de crédit, ainsi que vis-à-vis de tous les détenteurs de billets. Les autres agrégats ajoutent à la base monétaire

différentes formes de dettes contractées par les banques commerciales : les dépôts des particuliers et des entreprises sont en effet un engagement des banques vis-à-vis de leurs clients. Les certificats de dépôts, parties intégrantes de M3, sont d'ailleurs des titres de dette qui sont échangés sur les marchés financiers.

2| LES « CRÉDITS FONT LES DÉPÔTS » : LES DÉPÔTS NE PRÉEXISTENT EN GÉNÉRAL PAS AUX CRÉDITS

Si la monnaie est le reflet d'une dette du secteur bancaire sous forme de dépôts, ceux-ci ne proviennent généralement pas d'une épargne préalable. Aujourd'hui, la principale origine de la création monétaire est en effet le crédit : lorsqu'une banque commerciale accorde un crédit, elle crée au sein de son bilan un nouvel actif (un « crédit ») et inscrit à son passif le compte de l'emprunteur (d'un dépôt, qui est de son point de vue une dette). Pour cette raison on dit que les « crédits font les dépôts » : la création monétaire ne nécessite pas de dépôts préalables. La monnaie est une avance à l'économie et le remboursement des crédits est une destruction de monnaie. Les banques ne sont donc pas seulement des intermédiaires financiers allouant l'épargne : elles ont un rôle actif dans la création de la monnaie qui est la contrepartie du crédit.

Le système bancaire étant constitué de nombreuses banques, les dépôts créés en face des crédits quittent parfois leur bilan (graphique 2).

Les banques doivent alors avoir recours soit au marché interbancaire soit à un refinancement auprès de la banque centrale (voire aux deux) pour refinancer les prêts et rééquilibrer ainsi leur bilan. Le marché interbancaire est un marché réservé aux banques, où elles se prêtent des liquidités à court terme, entre un jour et un an. L'offre émane des banques qui ont des liquidités disponibles et la demande émane des banques qui ont des besoins de financement.

Ce refinancement a lieu en monnaie banque centrale et c'est à ce stade qu'intervient principalement la politique monétaire. En zone euro, le refinancement est influencé par l'Eurosystème (l'ensemble formé par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales) de deux façons : (i) par les taux

ENCADRÉ 1

La controverse théorique sur l'origine de la création monétaire par les banques : les dépôts préexistent-ils aux crédits ?

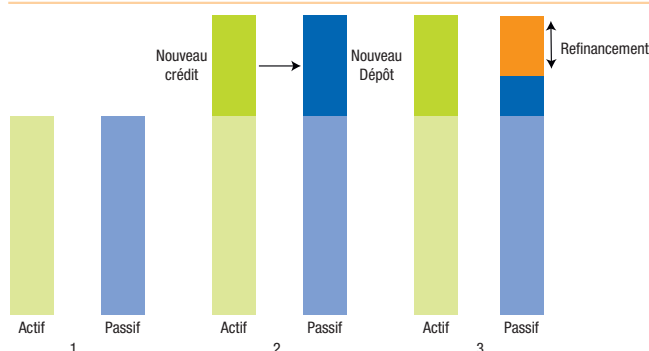
S'il est admis aujourd'hui que les « crédits font les dépôts » et que c'est le système bancaire qui crée la monnaie de manière endogène, l'idée inverse a été défendue jusque dans les années 1970.

La théorie des réserves fractionnaires part du point de vue que la base monétaire détermine *ex ante* le crédit distribué, et que les banques commerciales ne peuvent prêter que les dépôts qu'elles reçoivent. En d'autres termes que les dépôts précèdent toujours les crédits. Une référence historique dans ce débat est James Tobin, « *Commercial banks as creators of "money"* » (1963).

En réalité, cette théorie, qui a pu être vraie dans l'histoire pour certaines banques, ne correspond plus aujourd'hui à la pratique bancaire, et nécessiterait par exemple pour être vérifiée que la Banque centrale émette une quantité fixe de monnaie banque centrale et ne refinance pas davantage les banques. Or, la base monétaire est largement le produit de la demande endogène du secteur bancaire. Autrement dit le crédit détermine le montant du refinancement et la base monétaire, plutôt que le contraire.

Graphique 2

Crédit et création monétaire simplifiés, dans le bilan (actif/passif) d'une banque commerciale



Note : Lorsque la banque accorde un crédit, elle crée simultanément un nouvel actif dans son bilan et un nouveau passif, sous la forme d'un dépôt. Lorsque ces dépôts sont utilisés et quittent le bilan de la banque, elle a recours au refinancement, soit directement sur le marché interbancaire, soit auprès de la Banque centrale.

Qui crée la monnaie ?

d'intérêt fixés par la BCE qui encadrent les taux pratiqués entre banques sur le marché interbancaire, et (ii) par la tenue d'opérations de refinancement lors desquelles l'Eurosystème prête de la monnaie banque centrale, contre garantie, aux banques commerciales.

Le crédit intérieur aux secteurs privé et public, s'il est le principal mécanisme générateur de la monnaie, n'est pourtant pas la seule forme de création monétaire. En effet, les économies sont tournées vers l'extérieur et une fraction de M3 reflète cette « contrepartie extérieure », qui désigne les créances nettes des banques domestiques sur les non-résidents. La création ou la destruction monétaire en économie ouverte résulte donc également de la variation des réserves nettes. L'excédent de la balance globale des paiements entraîne un accroissement des réserves de la banque centrale et une émission de monnaie centrale ou un accroissement de la base monétaire à due concurrence. Un déficit provoque une diminution des réserves de la banque centrale et une destruction de monnaie centrale. Par exemple, les flux entrants de capitaux provenant du reste du monde, les crédits bancaires aux non-résidents ou les achats de titres domestiques par des non-résidents sont à l'origine d'une création monétaire importante. À l'inverse, des placements financiers des agents non financiers à l'extérieur qui excèdent le montant de leurs disponibilités monétaires acquises à l'extérieur sont source de destruction monétaire (tableau 2). La banque centrale peut vouloir stériliser sur le marché monétaire interbancaire l'effet expansif sur la masse monétaire d'un accroissement des réserves en vendant ou en mettant en pension des titres privés et publics. Elle peut également atténuer ou annuler l'effet dépressif sur la masse monétaire d'une diminution des réserves en achetant ou prenant en pension des titres privés et publics.

3| POURQUOI LA CRÉATION MONÉTAIRE N'EST-ELLE PAS ILLIMITÉE ?

Les banques commerciales ne peuvent octroyer autant de crédits, ni créer autant de monnaie qu'elles le veulent. Outre la banque centrale qui gère la quantité de monnaie en circulation dans l'économie de façon à ce qu'elle soit compatible avec son objectif de stabilité des prix (voir la note d'information « Qu'est-ce que

Tableau 2

Création et destruction de monnaie		
	Création de monnaie	Destruction de monnaie
Création par le crédit	Nouveau crédit	Remboursement d'un crédit
Création par le reste du monde	Flux entrant de capitaux (non stérilisés)	Flux sortant de capitaux (non stérilisés)
Politique monétaire non conventionnelle	Achats d'actifs non stérilisés, VLTRO	Remboursement VLTRO Arrivée à maturité des titres détenus par la BC

la politique monétaire ? »), la réglementation bancaire (ou prudentielle) impose des limitations à la création de monnaie.

La réglementation prudentielle est destinée à éviter que les banques ne prennent trop de risques et finissent par faire faillite. En effet, si la situation financière d'un client est irrémédiablement compromise, le prêt que la banque lui a consenti risque de ne pas être remboursé. Dans ce cas, la banque devra combler son manque de liquidités en empruntant aux autres banques les montants non remboursés et devra enregistrer une perte comptable correspondant à la partie du crédit non remboursée.

« La réglementation prudentielle est destinée à éviter que les banques ne prennent trop de risques et finissent par faire faillite. »

Compte tenu des liens de financement entre les banques, qui se prêtent mutuellement, les difficultés d'une banque peuvent se transmettre à l'ensemble du secteur bancaire.

C'est pourquoi les banques sont tenues de satisfaire aux réglementations strictes qui limitent leur activité :

- détenir un montant minimal à conserver en monnaie banque centrale, appelé réserves obligatoires, qui dépend de la taille de l'activité de dépôt de la banque⁴ ;
- détenir un montant de capital proportionnel au risque pris à l'actif (déterminé par des ratios prudentiels). La création monétaire par le crédit s'accompagne donc d'un renforcement des besoins de capital pour les banques ;
- détenir une assurance sur les dépôts visant à garantir la convertibilité des dépôts bancaires en monnaie banque centrale (soit en billet). Cette assurance est également calculée en fonction de l'activité de dépôt et du niveau de fonds propres ;

⁴ Pour plus de précisions, se référer au site de la BDF : <https://www.banque-france.fr/politique-monnaire/reglementation-et-mise-en-oeuvre-de-la-politique-monnaire/mise-en-oeuvre-de-la-politique-monnaire/reserves-obligatoires-presentation-as-siettes-calendriers.html>

- mettre en place des procédures de contrôle interne afin d'apprécier la capacité de remboursement des demandeurs de crédit et limiter ainsi les risques de défaut de paiement.

Par ailleurs, la création monétaire par le crédit suppose que la contrepartie à l'actif des banques commerciales soit de bonne qualité. Prêter sans limite, et donc créer des dépôts sans limite, supposerait de prêter à des emprunteurs de moins en moins solvables. Même si cette contrainte n'est pas atteinte, la rentabilité des banques implique que le coût des ressources à son passif (capital, taux des dépôts) reste inférieur au rendement de son actif (le taux d'intérêt créditeur). Autrement dit il y a une limite à la baisse sur les taux que peuvent proposer les banques pour attirer les demandes de crédit.

ENCADRÉ 2

Une création monétaire en dehors de toute régulation est-elle possible ?

Les expériences de monnaies privées en concurrence se sont révélées être des échecs. Les États-Unis ont connu une « *free banking era* » (1837-1863), qui s'est traduite par une plus grande instabilité du secteur financier et a finalement abouti à la création de la Fed (en 1913). Aujourd'hui, ce débat sur les monnaies privées a ressurgi, s'agissant des monnaies virtuelles comme le *bitcoin*¹. Ce dernier se heurte toutefois à une faible fiabilité en tant que réserve de valeur, et ne règle pas vraiment la question de la création et de la quantité de monnaie : celle-ci obéit à des algorithmes qui ralentissent progressivement et automatiquement la création de monnaie.

Un autre débat qui porte sur la régulation du secteur bancaire parallèle amène à considérer de plus près la création d'instruments de marché utilisés comme « quasi-monnaie » par des acteurs financiers peu ou pas régulés. C'est le cas, par exemple, de fonds d'investissement ou d'arbitrage proposant des activités d'intermédiation en dehors du périmètre de la licence bancaire.

1 La Banque de France a publié en 2013 un Focus sur ce sujet, consultable sur internet : « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du *bitcoin* », 5 décembre 2013, <https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/focus.html>

5 « Si nous ne freinons pas assez fort et suffisamment tôt, nous tomberons de la falaise [...] La Réserve fédérale [...] est comme une chaperonne qui demanderait à ce que l'on enlève le bol de punch au moment même où la fête commence à battre son plein ».

6 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

Garantir que ces dettes soient toujours convertibles en monnaie centrale (que l'on puisse notamment retirer une partie de ses dépôts en billets de banque), y compris en temps de crise, induit la nécessité du contrôle bancaire, des mécanismes d'assurance des dépôts, ou de la réglementation prudentielle, par exemple.

4 | LE RÔLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

« *If we fail to apply the brakes sufficiently and in time, of course, we shall go over the cliff. [...] The Federal Reserve [...] is in the position of the chaperone who has ordered the punch bowl removed just when the party was really warming up.*⁵ »

William McChesney Martin, 1955

La quantité de monnaie n'est plus l'instrument principal de la politique monétaire. L'encadrement du crédit et les instruments qui ciblent la quantité de monnaie, comme le taux de réserves obligatoires, ne sont plus utilisés dans la majorité des banques centrales. Dans des économies où le secteur bancaire et financier est développé, les banques centrales fixent de préférence le prix de la monnaie, c'est-à-dire le taux d'intérêt (voir la note d'information « Qu'est-ce que la politique monétaire ? »).

La quantité de monnaie peut toutefois être ajustée : c'est le cas dans les opérations de stérilisation, par exemple, menées par de nombreuses banques centrales des pays émergents pour freiner la création monétaire d'origine externe, ou par exemple dans le cas de la stérilisation du premier programme d'achats de titres de la BCE pour rester neutre en termes de quantité de monnaie⁶. De manière générale, transférer au sein du passif de la banque centrale une partie des réserves vers des dépôts à termes moins liquides que la monnaie permet de « geler » une partie de la base monétaire.

Avant la crise financière de 2008, l'Eurosystème fixait également une limite supérieure aux montants des opérations auxquelles les banques commerciales pouvaient emprunter de la monnaie banque centrale. Cela a disparu à la faveur d'une procédure d'allocation à taux fixe et en servant toutes les demandes reçues contre les garanties adéquates à partir du 8 octobre 2008, rendant l'offre de monnaie banque centrale complètement endogène aux besoins exprimés par le système bancaire.

Qui crée la monnaie ?

Les mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales (voir la note d'information « Qu'est-ce que la politique monétaire ? ») se sont accompagnées d'une forte hausse de la base monétaire (*i.e.* des réserves des banques commerciales à la Banque centrale) qui visait notamment à compenser une contraction du marché interbancaire. Ces mesures sont toutefois davantage destinées à être complémentaires à la politique de taux lorsque le niveau zéro des taux d'intérêt est atteint, plutôt que de piloter directement la quantité de monnaie.

À l'inverse, les Banques centrales disposent d'instruments pour ponctionner les réserves si elles s'avéraient trop importantes, afin de gérer le retour à la normale de la base monétaire. La Réserve fédérale américaine, engagée dans une normalisation de sa politique monétaire, a ainsi communiqué à de nombreuses reprises

sur les instruments qu'elle utiliserait pour réduire le montant des réserves des banques commerciales.

5 | CONCLUSION

Plusieurs formes de monnaie coexistent, relevant chacune de modes de création différents. La monnaie est aujourd'hui essentiellement scripturale, créée par les banques lorsqu'elles accordent des crédits à l'économie, et détruite lorsque ces crédits sont remboursés. Dans l'intervalle, la monnaie créée est un dépôt, et donc une dette du point de vue de la banque. Il existe de nombreuses limites à ce type de création monétaire, à commencer par le besoin de refinancer les crédits. La banque centrale dispose d'instruments puissants pour canaliser la création monétaire lorsque cela se révèle nécessaire dans le cadre de son mandat de stabilité des prix.