

PAR ICI LA MONNAIE

Conférence faite par Christian BIALÈS
devant le Cercle Zététiq Languedoc-Roussillon le 8 juin 2024

PAR ICI LA MONNAIE !.....	1
LES PRINCIPES DE BASE DE L'ANALYSE MONETAIRE	1
DERRIERE L'HISTOIRE MONETAIRE SE CACHE L'HISTOIRE MYSTERIEUSE DE LA CREATION MONETAIRE	8
L'HISTOIRE MONETAIRE REJOINT CELLE DES CRISES ECONOMIQUES.....	17
L'HISTOIRE MONETAIRE DEPEND DE CELLE DES TECHNOLOGIES	26
UN FOCUS SUR LE SMI ET L'EURO	29

LES PRINCIPES DE BASE DE L'ANALYSE MONETAIRE

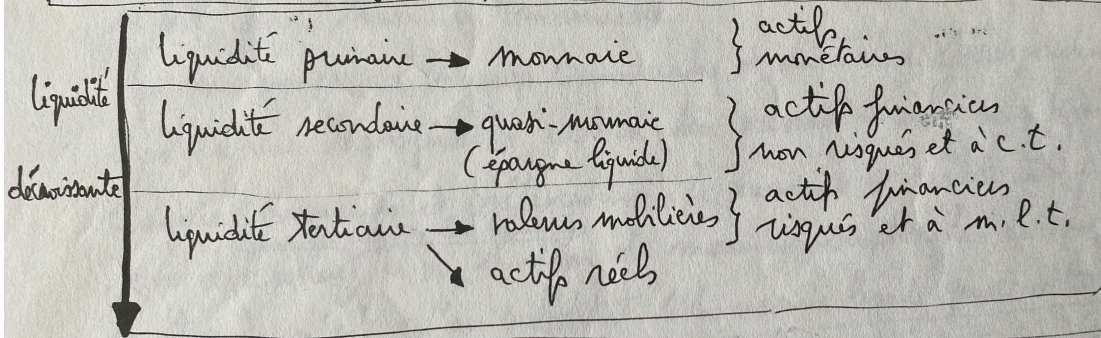
On peut dire de manière simple que l'on appelle monnaie tout moyen de paiement immédiat utilisable dans les transactions, commerciales et financières, et pour s'acquitter de ses dettes.

Cette définition cache cependant mal une réelle complexité du phénomène monétaire.

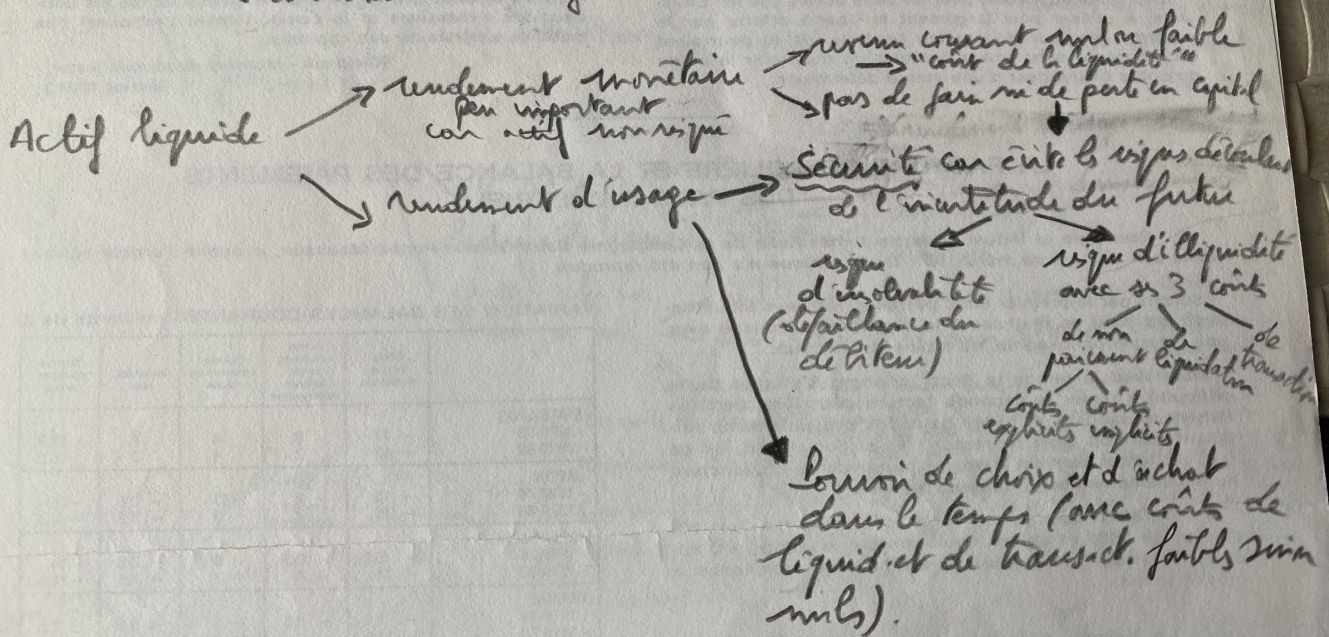
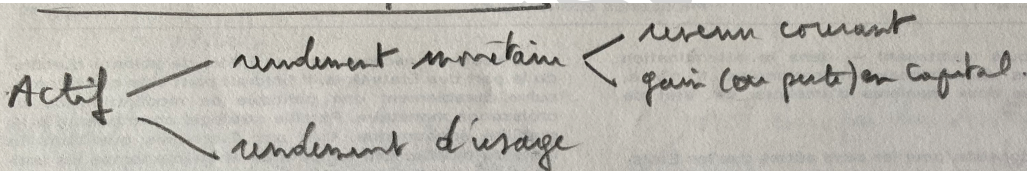
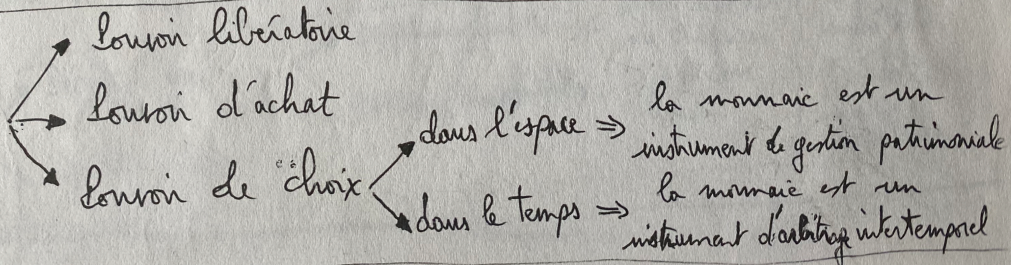
Pour mieux circonscrire ce phénomène, on peut d'abord en énoncer les principales caractéristiques, puis en préciser les pouvoirs et les fonctions avant d'étudier les formes successives que la monnaie a connues au cours de sa longue histoire :

les 3 caractéristiques de la monnaie

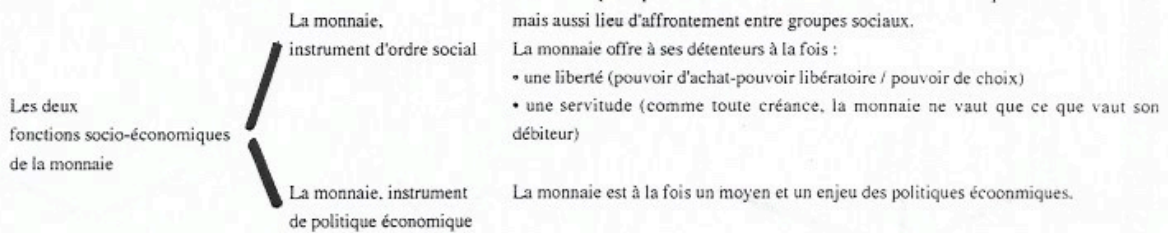
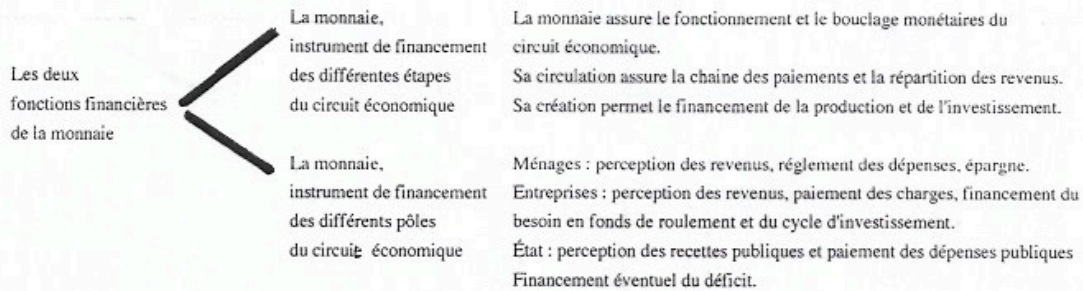
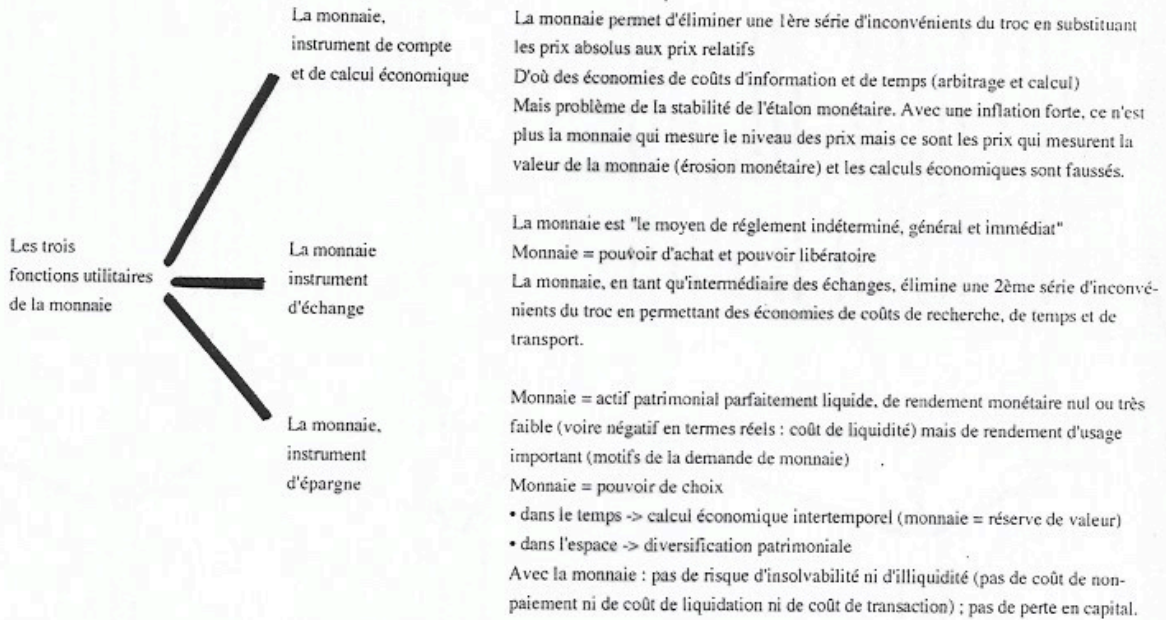
- Universalité: la monnaie est acceptée par tout le monde et pour toute opération d'échange, dans un espace déterminé qui constitue la communauté de paiement.
- Fongibilité: étymologiquement, cela signifie que la monnaie permet de s'acquitter de toute dette. Cela signifie aussi que les moyens de paiement sont interchangeables.
- Liquidité: la monnaie se confond avec la liquidité absolue; la liquidité étant l'aptitude d'un bien à se transformer plus ou moins rapidement en moyen de paiement.



les 3 pouvoirs de la monnaie



LES SEPT FONCTIONS DE LA MONNAIE





Dématérialisation et institutionnalisation progressives

L'histoire monétaire peut se décomposer en six grandes époques (voir le livre « Le pouvoir de la monnaie »).

D'abord la première époque, est celle des communautés primitives qui étaient essentiellement tribales. C'est l'époque du paléolithique, avec les chasseurs cueilleurs, qui ne pratiquent pas les échanges marchands et la seule référence, un quelconque moyen de paiement est celle des dettes de vie mais qui ne jouent aucune fonction d'intermédiaire des échanges marchands.

La deuxième époque est celle des sociétés domaniales de la haute Antiquité née en Mésopotamie et en Égypte, à la fin du quatrième millénaire avant notre ère, période qui durera jusqu'au milieu du premier millénaire de notre ère. Ces sociétés vont inventer la valeur marchande et la monnaie de compte mais cela marginalise la fonction de moyens de paiement parce que le troc est encore à l'ordre du jour et a fortiori celle de réserve de valeur.

La troisième période et celle de l'Antiquité classique avec les cités grecques et les sociétés impériales comme l'empire perse et surtout l'empire romain.

C'est dans ces sociétés que se développent les premières pièces de monnaie frappées et la monnaie remplit alors les *trois fonctions principales* qu'on lui reconnaît encore aujourd'hui, celle d'instrument de compte, celle d'instrument de paiement et celle d'instrument d'épargne, autrement dit de réserve de valeur. Ajoutons que l'on peut considérer que lorsque la monnaie est utilisée dans une relation d'échange en tant que moyen de paiement, elle remplit aussi une fonction d'intermédiaire des échanges.

La quatrième période est la période médiévale. Cette période est marquée par trois évolutions : un recul de la circulation des pièces, une fragmentation de leur frappe avec l'émiettement du pouvoir politique du système féodal, et enfin une dissociation des monnaies de compte et des monnaies de paiement, ce qui autorise aux seigneurs ce que l'on appelle les manipulations monétaires. Mais, dans une sorte de transition avec la période suivante, la seconde moitié du moyen-âge connaît une stabilisation politique progressive avec une lente centralisation du pouvoir, ce qui permet l'essor du commerce ; avec, en particulier, le développement des foires sur tout le continent. Ce développement commercial bénéficie d'une invention qui va jouer un rôle déterminant, celle de la lettre de change. La lettre de change est l'instrument du proto-capitalisme marchand qui se développe à ce moment-là. La lettre de change est à la fois un instrument de change – d'où son nom -, de crédit et de

paiement ; dégagé de tout lien avec le métal mais reposant sur un ensemble de réseaux de correspondants soudés par une confiance interpersonnelle.

La cinquième période est marquée par la découverte des nouveaux mondes. C'est la naissance de ce qu'on peut appeler les sociétés coloniales.

Cette période est marquée par le retour, en force des monnaies sous forme de pièces constituées par des métaux précieux, or et argent mais aussi par le développement des billets de banque. L'histoire des billets est de ce point de vue très instructive et il convient pour cela de s'arrêter quelque peu.

La sixième et dernière période est celle de la montée en puissance non seulement de l'économie de marché, mais aussi et plus fondamentalement de celle du capitalisme.

Les monnaies signes, autrement dit les formes de monnaie du bas du schéma qui concernent les 19^{ème}, 20^{ème} et 21^{ème} siècles, jalonnent toute l'évolution de notre système économique.

On peut d'ailleurs subdiviser cette période en deux sous périodes : la monnaie a favorisé tout au long des 19 et 20^{èmes} siècles le développement du capitalisme industriel et commercial puis, depuis les toutes dernières décennies du 20^{ème} siècle, elle est associée à l'émergence d'un capitalisme carrément financier.

Pendant toute cette période et les deux sous-périodes qui la composent, ce sont les banques qui jouent un rôle déterminant dans le fonctionnement monétaire. En effet, les monnaies bancaires se substituent progressivement et de plus en plus largement aux monnaies métalliques dans un processus très progressif de désencastrement et cette émancipation s'achève dans les années 1970 avec l'abandon de l'étalon change-or du système monétaire international dit de Breton Woods (1944) puisque l'or perd alors son statut de monnaie et a fortiori celui de monnaie suprême. Mais, si elles se désencastrent des monnaies métalliques, les monnaies bancaires s'encastrent d'abord dans la dette tout au long de la première sous-période puis, récemment, dans les titres financiers dans la deuxième sous-période.

L'histoire monétaire montre ainsi que la monnaie a pris de très nombreuses formes au cours des siècles, mais toutes ces formes ont en réalité le même dénominateur commun qui assure la viabilité des économies marchandes et la fiabilité des systèmes de paiement : c'est **la confiance dans la monnaie**.

De ce point de vue, on peut d'ailleurs affirmer que toute monnaie est forcément fiduciaire, puisque fiduciaire vient du latin fiducia qui veut dire la confiance. Mais la confiance ne se décrète pas, elle se construit, et elle est donc fragile. En tant qu'institution, la monnaie repose sur la confiance qu'ont ses utilisateurs, et, pour cela, il faut que la monnaie soit légitime à leurs yeux. C'est au souverain, entendez l'État, d'instituer la monnaie, en particulier à travers le procédé fiscal. Mais la violence du procédé fiscal ne suffit pas parce que les agents économiques peuvent considérer que la monnaie n'est plus légitime, ce qui est le cas en période d'hyperinflation. Pour que les individus aient confiance en la monnaie, il faut qu'ils aient également confiance dans l'institution souveraine qui les unit et garantit les valeurs, principes et normes guidant leur communauté de destin. La confiance dans la monnaie puise donc sa source dans une communauté de valeurs et de symboles auxquels l'ordre politique et constitutionnel donne la forme juridique qui a force de loi. Contrairement aux temps maintenant reculés où la légitimité de la monnaie résidait dans le lien de convertibilité en métal précieux, la légitimité de la monnaie est purement politique. Soulignons que la confiance est d'autant mieux accordée au signe monétaire institué que, d'une part, le système productif est capable de fournir et de répartir efficacement et équitablement les biens et les services auxquels la monnaie servira de contrepartie et d'autre part que la politique économique menée respecte trois principes : un principe de garantie qui maintient une double stabilité, la stabilité monétaire et la stabilité financière, sachant que la stabilité monétaire se subdivise elle-même en stabilité interne (celle du pouvoir d'achat) et en stabilité externe (celle du taux de change), un principe de croissance qui préserve le plein emploi soutenable (croissance potentielle), et un principe de justice qui établit une répartition des revenus, des risques et des conditions d'accès au crédit qui soient acceptables dans la Nation.

L'histoire monétaire oscille ainsi entre deux pôles, le pôle souverain et le pôle marchand. Loin d'être un simple objet ou a fortiori une simple technique, la monnaie est une réalité sociale profondément ambivalente puisque d'un côté elle est une institution collective qui fédère la société et, de l'autre, elle est un bien privé que chaque individu cherche à accaparer.

La monnaie est une institution collective qui est au fondement de l'ordre marchand, et qui donc rend possible l'économie de marché, ce qui est d'ailleurs plus vrai du point de vue des producteurs que de celui des consommateurs. La monnaie est le langage de la valeur qui rend possible l'échange et les prix sont des véhicules d'information qui guident les prises de décision décentralisées de millions d'agents qui sont sur le marché et c'est ce processus permanent qui permet un ajustement toujours provisoire et imparfait de l'offre à la demande. On a donc ce paradoxe où l'interdépendance généralisée repose sur l'indépendance des prises de décision.

Cependant, toute relation monétaire n'est pas nécessairement marchande puisque la monnaie circule non seulement sur les marchés, mais aussi dans des rapports sociaux, non marchands, au travers du fonctionnement des services publics, de la protection sociale, du secteur caritatif etc. Par conséquent, tout rapport social n'est pas assimilable à un échange marchand ; il faut d'ailleurs faire ici aussi une distinction importante entre rapport marchand et rapport capitaliste : le premier fait de l'argent un moyen d'accéder à des marchandises, alors que le second en fait une fin en soi dans le but d'une accumulation sans limite.

Retenons que la monnaie est ambivalente : c'est la possession du cash qui confère la liberté dans le monde marchand, mais, pour que l'économie marchande fonctionne correctement, la monnaie doit être un bien public, un bien commun. Comme je l'ai déjà dit, la monnaie est donc en même temps un bien que l'on s'approprie, donc un bien privé, et un bien public, un bien commun. Cette contradiction entre la monnaie comme bien public et la virtualité de son appropriation privée constitue l'ambivalence de la monnaie, et cela peut entraîner des demandes de conversion massives des différentes formes de la richesse en monnaie. C'est ce que l'on appelle tout bonnement des crises monétaires.

Et comme les évolutions de la monnaie expriment tout un rapport au monde, on ne peut pas changer en profondeur la société sans changer en profondeur la monnaie ; il ne peut pas y avoir de bifurcation sociale sans bifurcation monétaire.

En tant que construction sociale, la monnaie articule différents rapports sociaux hétérogènes.

. Il y a d'abord des rapports sociaux bilatéraux, horizontaux avec essentiellement l'échange marchand, mais également avec l'échange de dons,

. il y a ensuite des rapports verticaux avec le salariat, la fiscalité, tous deux fondés sur l'inégalité statutaire des rapports hiérarchiques,

. il y a enfin des rapports diagonaux avec les dons caritatifs, les cotisations et allocations sociales.

Pour articuler tout cela, la monnaie insert les individus dans un même rapport social communautaire qui se dresse de manière orthogonale au-dessus des interactions bilatérales et les inclut toutes dans un ensemble cohérent, un système de paiement unifié.

L'intégrité du système de paiement repose sur l'articulation de trois principes majeurs.

-Tout d'abord, l'existence d'une unité de compte commune permettant d'évaluer les richesses et les dettes.

-Ensuite, la présence d'une règle de monnayage organisant l'accès au moyen de paiement. Cette règle diffère selon les systèmes de paiement. Dans les économies modernes, la monnaie apparaît essentiellement dans les opérations de crédit accordé par les banques pour financer la production. Il est à noter le caractère exclusif de la fonction bancaire : les banques ont un pouvoir de création monétaire, ex nihilo, c'est-à-dire sans besoin de ressources ou de réserves préalables. Ce pouvoir de création monétaire n'est cependant pas illimité. Il est soumis, d'une part, à la nécessité d'obtenir le remboursement, de la part de l'emprunteur, d'où l'importance de l'évaluation du risque de cet emprunteur, et, d'autre part, à la réglementation présidentielle qui encadre les pratiques bancaires.

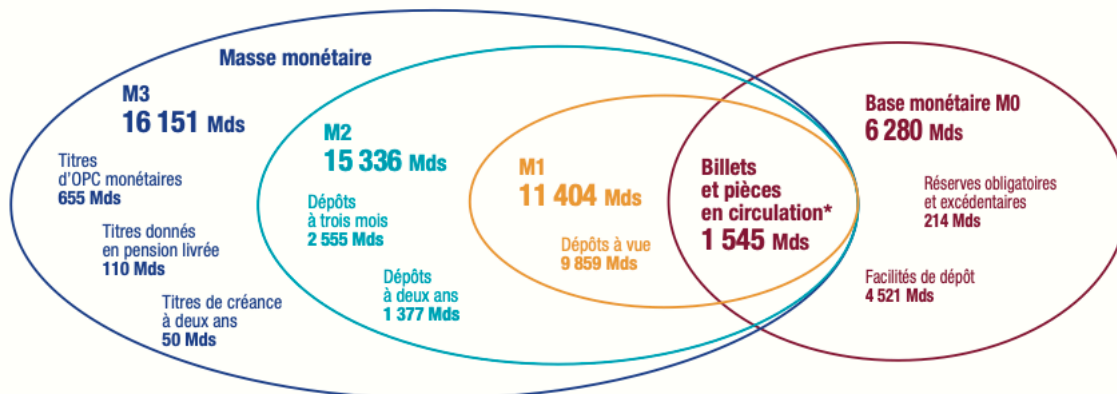
-Le troisième principe est celui de règlement des soldes. Dans les économies bancaires, la monnaie, créée par l'intermédiaire des opérations de crédit, circule à travers des signes de paiement qui portent les marques des différentes banques. Les banques accumulent des dettes réciproques dont le montant et fonction des échanges entre les clients des différentes banques. Afin de dénouer l'ensemble des opérations, le règlement des soldes interbancaires doit être rendu possible. Il est en effet primordial de pouvoir recourir à un instrument dans lequel toutes les relations de dettes peuvent être évaluées et éteintes.

Pour cela, il doit donc exister une forme unique de liquidité ultime, unanimement acceptée. Aujourd'hui, l'offre de cette liquidité absolue est l'apanage exclusif de la banque centrale. Le système de paiement est donc nécessairement hiérarchisé.

Il y a une question qui préoccupe les pouvoirs publics en général et les autorités monétaires en particulier : *quelle est la valeur du stock de monnaie* dont dispose aujourd'hui l'économie française. Comme la monnaie se confond avec la liquidité absolue, pour répondre à la question, il n'est pas étonnant que la liquidité soit le critère qui permette d'établir les **statistiques monétaires**. Ce sont les Banques centrales qui ont traditionnellement la responsabilité de produire les statistiques monétaires, avec en particulier le calcul de la « **masse monétaire** », c'est-à-dire la quantité de monnaie qui est en circulation

dans le pays considéré à un moment donné (c'est un stock). Mais pour les autorités monétaires et pour les responsables de la politique économique, il faut certes connaître la masse des moyens de paiement dont disposent effectivement les agents économiques (non financiers) pour payer immédiatement leurs dépenses et éteindre leurs dettes, mais aussi la masse des actifs financiers dont le degré de liquidité est très élevé en ce sens qu'ils peuvent être rapidement transformés en monnaie à proprement parler parce que leur valeur est aisément transférable sur un compte de dépôt. Ces actifs fortement liquides constituent de la « quasi-monnaie » et, en tant que tels, ils sont aussi pris en compte dans les agrégats monétaires. Cela explique que le calcul de la masse monétaire donne lieu non pas à un seul agrégat mais à trois selon le degré de liquidité des actifs quasi-monnaies que l'on décide de prendre en compte ; on arrive ainsi à trois agrégats monétaires qui ont une structure gigogne :

Base et masse monétaires de la zone euro en décembre 2022
(en milliards d'euros)



* Le montant de billets et pièces en circulation retenu par la BCE pour le calcul de M3 correspond au montant détenu par le secteur privé (hors institutions financières monétaires) et les administrations publiques (hors administrations centrales) de la zone euro.
Note : OPC, organisme de placement collectif.

La BCE a défini 3 principaux agrégats monétaires harmonisés au niveau européen qui décrivent, par ordre de liquidité décroissante, la monnaie détenue par les agents économiques.

M1 correspond aux formes de monnaie les plus liquides. Il comprend la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation) ainsi que la monnaie scripturale (monnaie inscrite sous forme de chiffres sur un compte de dépôt à vue) qui peut être immédiatement utilisée grâce à différents moyens de paiement.

M2 est formé de M1 auquel s'ajoutent des dépôts rémunérés (livrets A, comptes d'épargne-logement, livrets de développement durable et solidaire, dépôts à terme jusqu'à deux ans par exemple) considérés comme liquides c'est-à-dire très facilement transférables sur un compte de dépôt à vue pour être utilisés, et donc circuler dans l'économie.

M3, l'agrégat large, c'est la masse monétaire qui recouvre, en plus de M2, des instruments financiers émis par les établissements financiers et souscrits par des épargnants et investisseurs pour une durée inférieure à deux ans. Ces actifs sont considérés comme pouvant être relativement disponibles et donc transférables assez rapidement sur un compte de dépôt à vue pour être utilisés par les agents économiques.

En parallèle de cette monnaie détenue par les agents économiques, on identifie la **base monétaire**, appelée aussi **M0** ou monnaie de banque centrale. La **base monétaire** est constituée par la monnaie fiduciaire à laquelle on ajoute les réserves obligatoires et excédentaires que les banques commerciales déposent auprès de la banque centrale ainsi que les facilités de dépôt. La base monétaire alimente la masse monétaire par la monnaie fiduciaire et influence la création de monnaie scripturale par les banques commerciales.

DERRIERE L'HISTOIRE MONETAIRE SE CACHE L'HISTOIRE MYSTERIEUSE DE LA CREATION MONETAIRE

• A propos des monnaies métalliques, évoquons seulement deux expressions encore utilisées de nos jours :

D'abord, l'expression « toucher le pactole » qui est à mettre en relation avec le mythe de Midas et de Dionysos : suivant une légende rapportés par Ovide dans ses Métamorphoses, le satyre Silène, père adoptif et précepteur du jeune Dionysos, ayant bu plus que de raison, s'égaré jusque sur les terres de Midas (roi de Phrygie, ancien pays dans l'intérieur de la Turquie actuelle), qui le recueille et lui offre l'hospitalité. Dionysos, à sa recherche, le trouve là et remercie l'hôte de celui qui l'a élevé en lui accordant un vœu. Midas demande alors la faculté de transformer en or ce qu'il touche. Désormais incapable de manger et de boire — tout aliment qu'il veut porter à sa bouche se transformant dans le métal précieux —, il supplie le dieu de reprendre son présent. Pour conjurer le sort, Dionysos lui enjoint alors de se laver les mains dans les eaux du Pactole, dont les alluvions sableuses se chargent d'or. Cette légende entend expliquer l'origine de l'or alluvionnaire charrié par le Pactole, auquel la Phrygie doit à cette époque, avec ses mines de cuivre et de fer, une bonne partie de sa richesse.

Ensuite, l'expression « riche comme Crésus », ce richissime roi de Lydie (royaume à l'Ouest de la Phrygie) au 6^{ème} siècle avant notre ère, qui a créé un système bimétalliste grâce aux progrès de la métallurgie qui ont permis de séparer assez facilement l'or et l'argent.

• Histoire du billet de banque

L'image d'Épinal d'un couple de bourgeois dans un bourg du Moyen-Âge qui compte le soir venu combien de pièces d'or contient leur cassette.

Mais des problèmes pratiques se posent et aussi de sécurité ; d'où l'idée de demander à un notable du bourg de louer une partie du coffre qu'il possède pour y mettre en sécurité leur « trésor », contre bien sûr rémunération et surtout la remise d'un papier, un « certificat de dépôt d'or ».

Plusieurs bourgeois font le même type de démarche et, au bout d'un certain temps, les commerçants, également très confiants dans le notable qui jouit d'une belle réputation, accepteront d'être payés en « certificats d'or » en lieu et place de l'or lui-même. Les certificats d'or deviennent monnaie parce que les agents qui composent la communauté de paiement (ici, le bourg) ont confiance dans l'institution émettrice (ici le notable) et parce qu'ils circulent facilement comme moyen de paiement.

Les certificats d'or se substituent ainsi progressivement à l'or : ils sont une monnaie de substitution alors que l'or reste la monnaie suprême. Le notable, loueur de coffre-fort, émet donc une monnaie, mais la quantité de monnaie en circulation ne varie absolument pas. Dans son bilan, on a au passif le montant des certificats d'or (qui sont l'équivalent à des billets à ordre mais à vue) et à l'actif l'or déposé.

Puis vient un moment où un villageois s'adresse au notable, loueur de coffre-fort mais aussi émetteur de monnaie, pour obtenir de lui l'escompte d'un effet de commerce contre des certificats d'or et bien sûr une rémunération de ce service qui consiste à anticiper la réception du montant de la créance que représente cet effet de commerce. En effet, grâce à l'opération d'escompte, le client va pouvoir disposer d'un pouvoir d'achat sans attendre l'échéance de l'effet dont il est bénéficiaire. Ce gain de temps que lui permet de faire le notable mérite rémunération : celle-ci sera calculée en fonction du taux d'escompte que définit le notable en fonction du degré de risque que porte le débiteur de l'effet et de la durée qui sépare la date de l'escompte de la date d'échéance de l'effet. De ce point de vue, le taux d'escompte est un taux d'intérêt ; le taux d'intérêt est de manière générale le prix du temps. Dans le bilan du notable, apparaît à son actif la valeur de l'effet dont il devient le nouveau bénéficiaire et au passif les certificats d'or remis au client (pour simplifier, je ne tiens pas compte du montant des agios). Cette opération a pour le rôle du

notable une incidence considérable. En effet, les certificats d'or ne sont plus entièrement gagés par de l'or, même s'ils demeurent convertibles ; d'ailleurs, on ne peut plus garder le nom de « certificat d'or » ; on va parler de billet (billet à ordre mais à vue). Autrement dit, le notable n'est plus un simple loueur de coffre-fort ni un simple émetteur de monnaie ; il devient un créateur de monnaie puisque, avec l'émission des nouveaux billets, il augmente la quantité de monnaie en circulation ; le notable devienne un « banquier », et les billets émis sont donc des « billets de banque ». Notre notable devenu banquier a une responsabilité supplémentaire : puisque ses billets restent convertibles, il doit prendre des mesures « prudentielles », pour respecter le principe de convertibilité de tous ses billets émis ; sinon il serait mis en faillite et on briserait son banc.

Parallèlement, un villageois s'adresse au notable, toujours loueur de coffre-fort et émetteur de monnaie, pour obtenir de lui une avance (de pouvoir d'achat) en lui prêtant des certificats d'or. Le notable répondra positivement à cette demande pour une raison et à une condition : la raison est que les demandes de conversion des certificats d'or qu'il a émis en or sont peu fréquentes et la condition est qu'il ait des assurances que celui qui lui demande une avance sera en mesure de le rembourser. Comme cette avance peut avoir pour but de financer un projet – notamment d'investissement- (la *finance* a pour but de permettre de mener à bonne *fin* un projet), le notable voudra tester la rentabilité prévisionnelle de ce projet pour vérifier que les revenus supplémentaires que son nouveau client pourra retirer de son projet lui permettront de le rembourser. Notons que ce nouveau client demande ainsi une avance parce que son épargne qu'il a pour l'instant accumulée sur sa production déjà faite ne lui suffit pas. Sans avance il serait obligé d'attendre que son activité lui apporte des revenus suffisants pour en dégager le complément d'épargne nécessaire. Autrement dit, l'avance qu'il demande est aussi une avance d'épargne ; et l'épargne a priori qu'il n'a pas pu dégager, il lui faudra qu'il la constitue a posteriori pour être en mesure de rembourser (ainsi on vérifie qu'il y a égalité entre l'investissement et l'épargne, celle-ci pouvant être à la fois une épargne a priori (sur production déjà faite) et une épargne a posteriori (sur production à venir)).

Monnaie exogène (stock d'or) et monnaie endogène (demande de monnaie par escompte d'effets et demande de crédit « pur » ou avance). Cette situation présente de nombreux aspects similaires à celle de la situation précédente de l'escompte d'un effet de commerce (rôle de la confiance, création monétaire, rémunération avec la prise en compte d'un taux d'intérêt dépendant du niveau de confiance et de la durée du crédit accordé), mais il y a entre elles une importante différence : alors que dans le cas précédent il y a en contrepartie de la monnaie créée l'élément tangible et assez sûr qu'est l'effet de commerce, il n'y en a aucun dans ce cas-ci, celui de l'avance ; la création monétaire est faite « ex nihilo » ; sauf qu'elle s'appuie sur un projet.

De ces deux cas de création monétaire apparaît deux autres constantes :

- Certes le banquier tire un profit des opérations de crédit mais l'offre de monnaie qu'il réalise répond forcément à une demande.
- Dans ces deux opérations typiques de création monétaire, ce sont *les crédits qui font les dépôts*.

Mais « qui peut le plus peut le moins » : pour répondre à une demande de crédit, le banquier peut utiliser une part des dépôts qu'il gère, constatant qu'une faible proportion de ceux-ci donne lieu à conversion. Ce sont alors les « dépôts qui font les crédits ».

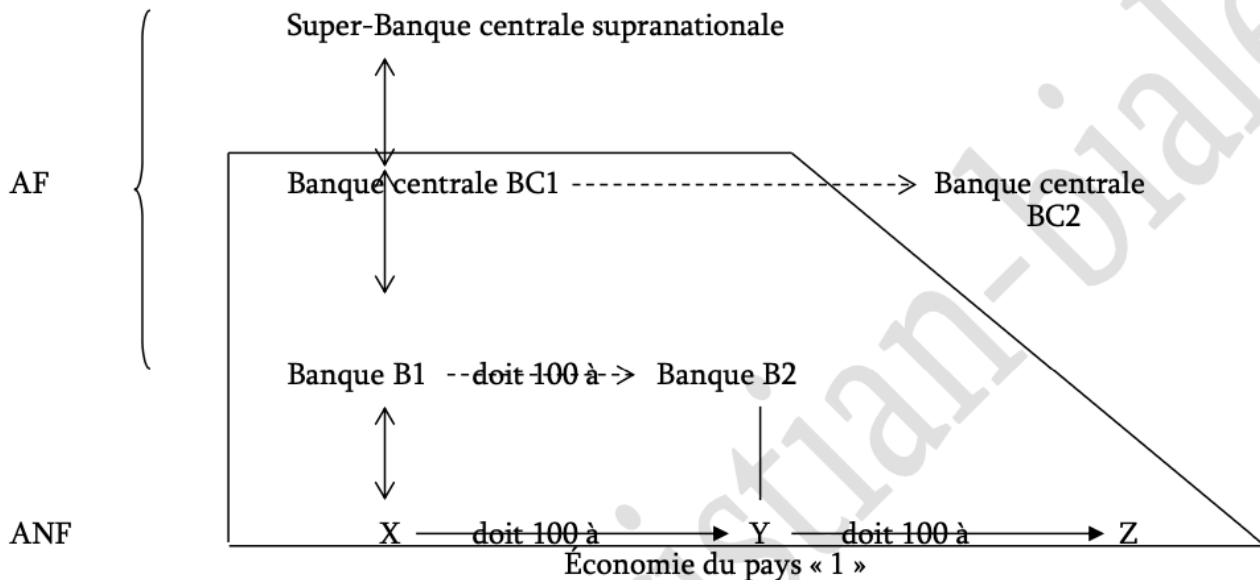
Par ailleurs, il ne faut pas confondre monnaie et crédit : car, si on vient de montrer que la création monétaire peut se faire lors d'un octroi de crédit (ou d'une avance), « ex nihilo », il peut y avoir création monétaire sans octroi de crédit, comme lors de conversion de devises en monnaie nationale, et il peut y avoir crédit sans création monétaire quand ce sont les « dépôts qui font les crédits » : on n'est donc plus dans le cas de l'intermédiation bancaire mais dans celle de l'intermédiation financière où ce sont des agents financiers *non* monétaires qui font une transformation d'échéance de titres et non pas, comme les banques une transformation de nature de titres.

On parle de création monétaire mais il y a aussi symétriquement des opérations destructrices de monnaie. C'est en particulier le cas lorsque les crédits accordés sont remboursés : la monnaie créée initialement retourne en quelque sorte à la banque émettrice.

• Les monnaies bancaires encastrées dans les dettes

« Toute reconnaissance de dette ne peut valoir paiement »

SCHÉMA :



Dans une économie nationale donnée, celle du pays « 1 », 3 agents non financiers sont en relation d'affaires : X doit 100 à Y, lequel doit également 100 à Z (X peut par exemple être une entreprise, Y l'un de ses salariés et Z un commerçant). Ils ont donc entre eux des dettes de type « commercial ».

La question qui se pose concrètement est de savoir comment ces agents non financiers peuvent éteindre leurs dettes et il nous faut montrer que la monnaie que créent les banques est la seule solution. Certes, si Z devait lui aussi 100 à X, les dettes s'éteindraient par compensation réciproque. Mais, outre le fait que cette situation relèverait d'un hasard exceptionnel, elle correspondrait en fait à une économie de troc, c'est-à-dire d'une économie d'où la monnaie est par définition exclue.

Pour que X puisse se libérer de la dette qu'il a envers Y, il faut qu'intervienne un agent extérieur à la sphère des agents non financiers, en l'occurrence un agent financier. Plus précisément, X s'adresse à la banque B1, dont il devient le client, pour qu'il lui fournisse un actif ayant le pouvoir de le libérer des dettes commerciales.

Pour cela, l'agent financier B1, parce qu'il a le statut de banque, va exprimer son pouvoir de création monétaire de la manière suivante : il émet sur lui-même une dette (dette bancaire), qui apparaît donc à son passif, qu'il prête à l'agent non financier X, son client, d'où l'inscription d'une créance de même montant à son actif, laquelle dette bancaire prend le statut de monnaie dès lors que les agents non financiers la reconnaissent comme moyen de paiement entre eux.

Pas moins de 10 caractéristiques importantes apparaissent dans ce début de commentaire du schéma ci-dessus.

Premièrement, pour qu'il y ait création monétaire, autrement dit offre de monnaie, il faut qu'il y en ait une demande ; et pour qu'il y ait création de monnaie, il faut qu'interviennent à la fois un ANF et un AF bancaire (autant dire que deux ANF ne peuvent pas créer de la monnaie entre eux, pas plus que les deux banques B1 et B2 ne le peuvent entre elles).

Deuxièmement, toute monnaie est inscrite au passif de la banque émettrice : en cela, toute monnaie est « scripturale » quant à sa production. La monnaie est une dette -bancaire- pour l'institution qui l'émet et

une créance pour celui qui en dispose, à la fois créance sur la banque et créance sur les richesses présentes et futures de l'économie nationale.

Troisièmement, la dette bancaire ne devient réellement monnaie qu'à partir du moment où il y a consensus entre les ANF pour s'en servir comme moyen de règlement de leurs dettes commerciales : cette convention fondée sur la confiance fait que toute monnaie est « fiduciaire » quant à sa valeur. Implicitement certes mais pourtant de manière fondamentale, le schéma montre que la confiance est au cœur du dispositif. Il met en effet en scène à la fois au 2^{ème}, au 3^{ème} et 4^{ème} niveaux des tiers de confiance que sont respectivement les banques commerciales, la Banque centrale et l'hypothétique Banque supranationale. Par contre, comme on le verra, tout tiers de confiance est exclu dans le cas des cryptomonnaies ; plus même, puisque les cryptomonnaies sont nées à l'occasion de la grande crise de 2007-2008 de la défiance généralisée envers les lois et les institutions monétaires, et alimentée par l'idéologie libertarienne. Mais cela n'empêche pas la monnaie qui circule de s'appuyer sur la confiance ; seulement, c'est celle que les participants ont dans le fonctionnement de la blockchain ; il s'agit donc d'une confiance que l'on peut qualifier non seulement de numérique mais aussi de « communautaire » et de « distribuée ». En définitive, on peut soutenir que le tiers de confiance n'a pas complètement disparu puisque c'est la plateforme qui centralise les avis et qui capte à son profit les bénéfices de la confiance ainsi bâtie.

Quatrièmement, nous avons implicitement raisonné jusqu'ici comme si B1 était la seule banque de l'économie nationale.

Levons cette hypothèse et considérons que Y est client d'une seconde banque, la banque B2. B1 et B2 sont alors appelées banques commerciales puisqu'elles ont en commun d'avoir pour clients des agents non financiers ayant à régler entre eux des dettes commerciales. Le règlement de Y par X se traduit par la transmission par X à Y d'un chèque tiré sur B1 : B2 reçoit donc en paiement, pour le compte de Y, une dette au nom de B1. Un point essentiel est qu'entre les agents financiers la règle est la même qu'entre les agents non financiers : par définition, toute reconnaissance de dette ne peut valoir paiement. Alors, tout comme l'extinction des dettes commerciales entre les ANF exige l'utilisation d'une dette d'une nature différente, d'une monnaie-dette de banque commerciale, l'extinction des dettes entre banques commerciales exige l'utilisation d'une monnaie-dette bancaire d'une nature différente.

Pour cela, une banque de rang supérieur aux banques commerciales émet une dette sur elle-même, qu'elle prête à la banque commerciale B1, et cette super-dette bancaire prend le statut de monnaie interbancaire dès lors que les banques commerciales la reconnaissent comme moyen de règlement entre elles.

Cette banque émettrice de la monnaie interbancaire est donc la « banque des banques », c'est la Banque centrale, et la monnaie qu'elle émet est dite « monnaie centrale ». On a donc maintenant affaire à un système bancaire diversifié et hiérarchisé, avec une banque centrale, dite aussi banque de premier rang, et plusieurs banques commerciales, dites aussi banques de second rang.

Cinquièmement, le schéma met en scène une économie nationale ouverte sur l'extérieur par la présence, à côté du pays « 1 », du pays « 2 », et il montre que la banque centrale du premier a une dette envers celle du second. Cela peut s'expliquer si, dans un contexte de changes fixes, le pays « 1 » est en déficit commercial vis-à-vis du pays « 2 ».

En reprenant le même raisonnement que celui tenu aux deux niveaux inférieurs du schéma, BC1 ne peut pas régler le montant du déficit à BC2 par l'intermédiaire de sa propre dette : l'architecture d'un SMI répondant à la logique exposée précédemment suppose a priori que le paiement se fasse par l'intermédiaire d'une super-dette banque centrale supranationale qui serait reconnue par les diverses banques centrales nationales comme moyen de règlement entre elles. On sait que la réalité ne répond pas à cette logique et que c'est la monnaie d'une banque centrale nationale qui sert en même temps de monnaie internationale : au niveau mondial, tout se passe donc comme si, au niveau d'une économie nationale donnée, le rôle de banque centrale était tenu par l'une des banques commerciales. On comprend que le SMI actuel ne soit pas satisfaisant...

Quoi qu'il en soit, comme le pays 1 est par hypothèse ici globalement débiteur du pays 2, son système bancaire doit effectuer un règlement au profit de celui de 2 et cela aboutit pour le pays 1 à une destruction

de monnaie au profit du pays 2. On en conclut symétriquement qu'une source particulière de création monétaire est l'ensemble des devises qu'un pays reçoit lorsqu'il est en situation de balance extérieure excédentaire.

Cet exemple montre que la monnaie se crée et se détruit. Un cas bien plus répandu de destruction de monnaie est celui du remboursement de crédit : si ce sont les « crédits qui font les dépôts », on peut écrire aussi que ce sont « les remboursements de crédits qui diminuent les dépôts ». Quand on dit que la masse monétaire augmente d'une date à une autre, c'est que pendant la période les opérations créatrices de monnaie ont porté sur des sommes plus importantes que les opérations destructrices.

Sixièmement, étant donné le pouvoir considérable dont disposent les banques commerciales dans la fourniture de liquidité, il est impératif que leurs activités soient réglementées et contrôlées : c'est également un rôle de la banque centrale que de superviser et de réguler le système bancaire dans sa globalité, pour en assurer un fonctionnement efficace et sûr.

Septièmement, deux remarques méritent d'être faites concernant le besoin de monnaie centrale que ressent chaque banque commerciale (problème dit de la « liquidité bancaire »).

• D'abord, ce besoin s'explique de manière très générale par les « fuites » que la banque subit hors de son « circuit », appelant ainsi le périmètre des activités de la banque au sein duquel ne se pose aucun problème de conversion de sa monnaie. Un circuit bancaire comporte trois éléments fondamentaux : une monnaie spécifique (à chaque banque sa monnaie ; par conséquent, la banque centrale est là aussi pour assurer l'unité de la communauté de paiement en garantissant un change fixe et unitaire entre les monnaies des différentes banques commerciales), une clientèle spécifique et un organisme de compensation interne au circuit.

Les fuites hors du circuit d'une banque commerciale (« les facteurs de la liquidité bancaire ») sont essentiellement de deux sortes.

Elles peuvent être autonomes (naturelles) en ce sens qu'elles dépendent des comportements des clients de la banque en matière de retrait de billets (dont la Banque centrale a le privilège d'émission), de demande de devises, et de versements faits au bénéfice de clients d'autres agents non financiers, comme dans notre exemple avec le versement de X au profit de Y.

Elles peuvent être institutionnelles quand il existe un système de « réserves obligatoires ». Soulignons que le système des réserves obligatoires est doublement un levier de politique monétaire pour la Banque centrale puisqu'il est à la fois un levier de politique prudentielle et un levier de régulation de la masse monétaire.

• Ensuite, deux méthodes essentielles sont envisageables pour que les banques commerciales satisfassent ce besoin de monnaie centrale, autrement dit, pour qu'elles se « refinancent » (on appelle refinancement les opérations par lesquelles les banques centrales s'approvisionnent en monnaie centrale).

-La première façon, a priori la plus naturelle, est que chaque banque commerciale cherche auprès de la Banque centrale la liquidité qui lui manque : c'est la procédure du réescompte ; réescompte d'effets que la banque commerciale a elle-même escomptés à la demande de ses clients. Toute opération d'escompte donne lieu à un paiement d'agios qui sont le total d'une part des intérêts d'escompte qui dépendent à la fois non seulement de la valeur faciale de l'effet mais aussi du taux d'intérêt fixé par la banque et du délai entre la date de l'escompte et la date d'échéance de l'effet, et d'autre part des frais de dossiers et de diverses commissions. La Banque centrale pratique fixe elle-aussi de la même façon quand elle réescompte des effets et le calcul des intérêts se fait à partir d'un taux dit taux de réescompte. Il faut souligner que les banques commerciales fixent leur taux d'escompte en fonction de ce taux de réescompte, et bien sûr légèrement au-dessus. Le taux de réescompte de la Banque centrale est pour elle un instrument important de sa politique monétaire.

-La seconde façon est que les banques commerciales cherchent en priorité entre elles la possibilité de se refinancer, au moyen d'un marché interbancaire où s'échange la monnaie centrale entre les banques qui ont plutôt trop de monnaie centrale par rapport à leurs besoins du moment et celles qui n'en ont pas assez. L'échange de monnaie centrale entre les banques excédentaires et les banques déficitaires en monnaie centrale se font à un taux d'intérêt appelé taux interbancaire. Selon la situation globale du marché monétaire et aussi selon ses objectifs de politique monétaire, la Banque centrale se réserve le droit

d'intervenir sur le marché interbancaire pour y apporter ou au contraire y reprendre de sa monnaie, de façon à jouer sur l'équilibre offre-demande de monnaie centrale et par conséquent sur le niveau du taux d'intérêt. Ces opérations dites d'Open market sont pour la Banque centrale un instrument important de la politique monétaire.

Pour terminer ce point, faisons une double remarque sur le « refinancement » des banques commerciales à partir du processus du réescompte.

-D'abord, quand un agent Y est bénéficiaire d'un effet de commerce, c'est qu'il finance le fonds de roulement de son débiteur (X) jusqu'à la date d'échéance de l'effet. Si Y a besoin de liquidité avant que l'échéance n'arrive, il demande à son banquier de lui escompter son effet. En finançant son client Y, la banque commerciale « refinance » l'agent X. Et si la banque commerciale a elle-même besoin de liquidité avant l'échéance de l'effet, elle peut « monnayer » cet effet auprès de la Banque centrale en lui demandant de le réescompter. Il apparaît donc que la Banque centrale finance la banque commerciale, refinance le client de celle-ci (Y) et re-refinance le tiré X. C'est la Banque centrale qui « porte » en définitive le crédit commercial accordé à X.

-Ensuite, quand l'agent Y est bénéficiaire d'un effet de commerce tiré sur X, c'est qu'il lui accorde des délais de paiement. On a affaire au crédit interentreprises. En finançant X, Y évite à X de demander à sa banque un crédit pour lui permettre de payer Y au comptant : ainsi, le crédit interentreprises a-t-il pour effet de faire supporter à des agents non financiers des risques que des agents financiers auraient pu être amenés à prendre. Si le crédit interentreprises est important, il est un facteur de fragilisation du tissu économique. Cette modalité de financement revêt une importance variable selon les pays et selon les époques. En tous les cas, c'est une forme de crédit mais pas du tout de monnaie.

Huitièmement, dans la mesure où les banques commerciales, pour « colmater » les fuites hors de leur circuit monétaire, ont besoin de se procurer de manière coûteuse de la monnaie centrale (la liquidité gratuite que les opérations correspondant à des « injections » autonomes symétriques aux fuites autonomes leur apportent est insuffisante), la création de monnaie par les banques commerciales ne peut être infinie. Mais ce que le raisonnement tenu ici montre d'essentiel est que pour créer de la monnaie les banques n'ont pas besoin d'avoir préalablement de la monnaie centrale, comme s'il fallait que leurs monnaies soient gagées.

Deux thèmes bien connus en analyse monétaire se trouvent ici convoqués.

Il y a d'abord l'opposition entre multiplicateur et diviseur de crédit. Ces deux expressions établissent un sens causal entre la quantité de monnaie que créent les banques commerciales (M1 hors billets et pièces) et la quantité de monnaie centrale qu'elles détiennent (M0).

La théorie du multiplicateur de crédit part du principe que c'est M0 qui détermine M1 (hors billets et pièces) : la quantité de monnaie offerte a pour moteur le comportement de la Banque centrale, la création monétaire par les banques commerciales est un multiple de leurs réserves (excédentaires) en monnaie centrale et se trouve forcément limitée par les fuites hors de leurs circuits monétaires ; la création de monnaie est donc essentiellement de type exogène et la politique monétaire peut être a priori très efficace. Dans ce cas, les dépôts font les crédits (dépôts que les banques commerciales ont en monnaie centrale sur les livres de la Banque centrale).

La théorie du diviseur de crédit inverse le raisonnement : la quantité de monnaie que créent les banques commerciales dépend en priorité de la demande qui leur est faite par les agents non financiers ; l'offre de monnaie est donc ici endogène. Ici, ce sont les crédits qui font les dépôts et, d'une certaine façon on peut parler de création monétaire « ex nihilo ». Certes, en accordant des crédits et en augmentant donc la masse des dépôts qu'elles gèrent, les banques commerciales doivent faire face à des fuites hors de leurs circuits monétaires et ont donc besoin de monnaie centrale pour colmater ces fuites, mais tout se passe comme si elles satisfaisaient ce besoin de monnaie centrale « après-coup ». C'est à ce niveau que la Banque centrale peut tenter de faire valoir ses objectifs de politique monétaire.

Il est clair que la logique du diviseur du crédit permet infiniment mieux d'apprécier le pouvoir exorbitant de création monétaire qu'ont les banques.

Il y a ensuite la querelle très ancienne mais toujours d'actualité entre le principe de la circulation (currency principle) et le principe de la banque (banking principle) : quand une banque émet de sa monnaie en fonction d'un avoir qu'elle détient préalablement (or hier, monnaie centrale aujourd'hui), il y a certes création brute de monnaie mais pas nécessairement création nette (voir histoire des billets). On comprend que le currency principle renvoie au multiplicateur de crédit alors que le banking principle renvoie au diviseur de crédit.

Neuvièmement, l'agent non financier qui demande un crédit ou une avance au système de second rang (les banques commerciales) peut être l'État. En effet, à la demande de l'État (Trésor Public), les banques commerciales créent de la monnaie en achetant des titres de la dette publique. Remarquons que comme ces titres sont les plus sûrs qui puissent exister, les banques en raffolent car elles sont pour elle de la liquidité potentielle en ce sens qu'elles les utilisent à chaque fois qu'elles ont besoin de se refinancer ; ce faisant, et c'est important de le noter, non seulement la Banque centrale refinance de cette façon les banques commerciales mais aussi elle finance l'État, alors que cela lui est interdit de manière directe.

Dixièmement, selon l'importance des crédits accordés par les banques commerciales aux agents non financiers dans l'ensemble des ressources de financement qu'ils utilisent, on mesure le poids global de l'endettement intermédié par opposition avec les autres sources de financement que sont l'autofinancement et le financement de marché. Cela donne l'occasion de calculer le taux d'intermédiation et des différents systèmes de financement.

• Les monnaies bancaires encastrées dans les titres financiers

Il y a d'abord eu une évolution dans les destinations des monnaies bancaires : crédit immobilier, crédit à la consommation et crédits divers (aux étudiants notamment), donc des crédits beaucoup plus tournés vers les ménages que vers les entreprises

Puis ensuite il y a eu précisément *dédoublement de la source de la création de la monnaie bancaire* :

Le crédit n'est plus l'unique, source de la création monétaire des banques. Le titre, matière première du capitalisme financier, en est devenu une autre.

La monnaie bancaire n'est ainsi plus seulement une monnaie de crédit. C'est ce que Jézabel Couppey-Soubeyran, Pierre Delandre et Augustin Sersiron appellent de manière très parlante une *monnaie acquisitive* car issue d'une acquisition de titre. Ce faisant, ce qui change, c'est aussi la contribution des banques au processus d'accumulation capitaliste. Avec l'avènement de la monnaie acquisitive, ce que la monnaie bancaire perd en puissance productive, elle le retrouve en puissance d'accumulation. La monnaie acquisitive a ainsi accompagné et permis la mutation du capitalisme industriel en capitalisme financier, au tournant des années 1970.

Ce mode bancaire acquisitif de création monétaire, va voir le jour à mesure que les banques vont déployer leurs activités sur les marchés de titres et accroître leur portefeuille de titres.

La monnaie acquisitive demeure une monnaie bancaire. Mais la contrepartie et condition d'accès qu'elle requiert est un titre que la banque décide d'acheter.

S'agit-il encore alors d'une monnaie endogène ? D'un côté, oui, si l'on n'y voit toujours une réponse à un besoin de financement ou un facteur d'amélioration significative, de la liquidité du marché primaire, d'un autre côté, non, dans la mesure où ce n'est pas l'émetteur du titre qui vient, exprimer sa demande à la banque, mais la banque qui décide du volume de titre qu'elle achète sur le marché de titre en fonction de sa gestion de portefeuille, et aussi parce que les opérations s'opèrent le plus souvent sur le marché secondaire. Certes, on pourra toujours prétexter que la monnaie crée les toujours en réponse à un besoin et que cela lui confère ipso facto un caractère endogène. À quel besoin la monnaie acquisitive, répond-elle donc ? Vraisemblablement plus un besoin d'accumulation qu'un besoin de financement de la production.

économies financières de la zone euro, et en particulier celle de la France, ont vu, progressivement mais inexorablement, leur centre de gravité se déplacer de la droite vers la gauche puisqu'elles sont passées d'économies financières d'endettement, et même de crédit, à des économies de marchés de capitaux, et même souvent de fonds propres. Ainsi, là comme ailleurs, les économies européennes ont adopté le même modèle de financement que les États-Unis.

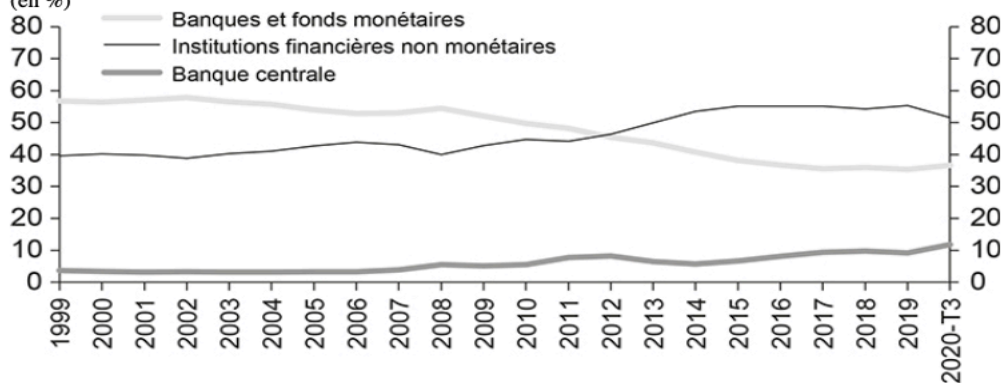
Tableau 1
Évolution de la structure des bilans des banques françaises

	1960	1980	2000	2019
Actif (en %)				
Crédits à l'économie	83	84	41	38
Titres	15*	5	45	40
Valeurs immobilisées	2	9	7	6
Divers	–	2	7	8
Opérations interbancaires (solde)	–	–	–	8
Passif (en %)				
Dépôts de la clientèle	63	73	26	39
Titres	0	6	48	45
Divers	7	0	7	8
Fonds propres et provisions	4	8	9	8
Opérations interbancaires (solde)	26	13	10	–

* Dont titres publics : 13,7 %.

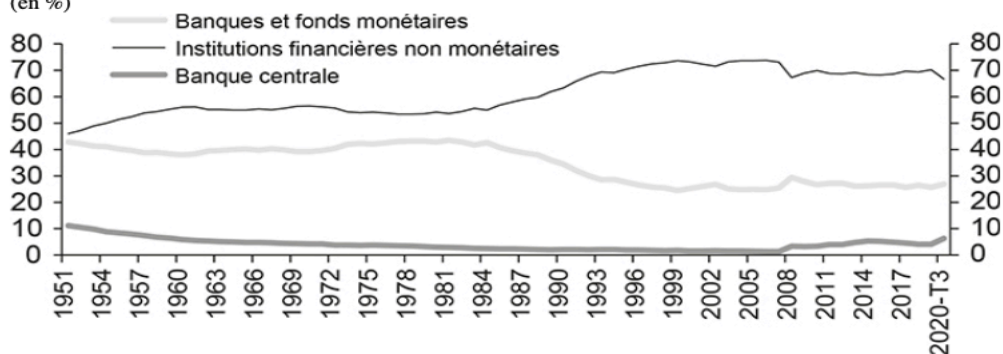
Sources : Banque de France ; ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution).

Graphique 1
Ventilation des actifs financiers dans la zone euro
(en %)



Sources : BCE ; CSF.

Graphique 2
Ventilation des actifs financiers aux États-Unis
(en %)



Sources : Fed ; CSF.

L'HISTOIRE MONETAIRE REJOINT CELLE DES CRISES ECONOMIQUES

Comme la monnaie est le pivot d'un système de dettes dont elle est la dette supérieure, la confiance dans la monnaie implique que la hiérarchie des dettes soit respectée. Et si le système de dettes n'est pas convenablement hiérarchisé, si la hiérarchie des dettes n'est pas vraiment respectée, des symptômes de crise se manifestent.

Deux configurations polaires sont possibles.

Première configuration :

Le financement des débiteurs est tel que le renouvellement des dettes est assuré par une création monétaire automatique. Une telle situation soustrait de fait les débiteurs à la contrainte de règlement, quelle que soit la qualité de leur dette. En protégeant indûment les débiteurs, elle frustre les créanciers de leur droit sur le capital.

Dans ce cas, la crise est causée par une centralisation extrême. La hiérarchie des dettes est dégradée par une confusion des niveaux. L'évaluation de la qualité des dettes est brouillée parce que la banque centrale assure tout le refinancement des dettes dont les échéances ne peuvent pas être honorées. Il en résulte une émission excessive de monnaie, au sens où l'augmentation de la liquidité supprime la contrainte de règlement. Les épargnants sentent leurs richesses menacées et cherchent à substituer à la monnaie pour la préserver. La fuite devant la monnaie provoque une spirale inflationniste qui met en doute l'intégrité de l'unité de compte dans le temps. En conséquence, la conservation et la transmission des patrimoines sont altérées par effondrement de la confiance dans la liquidité. C'est la crise inflationniste ; qui peut dégénérer en hyperinflation, qui déclenche une interdépendance stratégique dans la recherche d'une

forme de liquidité alternative hors du système monétaire officiel. Dans ce cas, tout se passe comme si la monnaie disparaissait.

Seconde configuration :

Les débiteurs sont soumis à des contraintes excessives de remboursement ou à des contraintes de coût de leur crédit qui menacent leur solvabilité pour des raisons globales, donc indépendantes de leur propre choix de projet,

La crise que cette configuration entraîne est le fractionnement. La rareté de la monnaie est telle que le règlement des dettes se paralyse, en entraînant la propagation des faillites et l'effondrement des prix d'actifs. La préférence pour la liquidité aggrave la situation en renforçant la pénurie de monnaie. C'est la crise déflationniste. Dans ce cas, la monnaie ne disparaît pas ; au contraire, il y a une *course à la liquidité*.

LE POUVOIR DE LA MONNAIE

de faire disparaître l'institution monétaire en cas de défaut d'un emprunteur dont l'insolvabilité fait peser un risque systémique sur le secteur bancaire. L'encastrement de la monnaie dans la dette crée donc pour elle un risque de disparition qui sans cela n'existe que dans les cas d'hyperinflation. Il n'y a que dans un système d'argent-dette qu'une crise financière peut détruire la monnaie elle-même. La monnaie bancaire peut même s'autodétruire dans ce que nous pourrions appeler une crise d'« hyperdéflation », symétrique parfait de l'hyperinflation. En effet, dans l'hyperinflation, la surabondance de la monnaie fait qu'elle ne vaut plus rien, qu'elle perd son pouvoir d'achat à mesure que les prix s'envolent, jusqu'à être unanimement rejetée comme moyen de paiement. À l'inverse, une déflation ne menace pas l'existence même de la monnaie (dont le pouvoir d'achat augmente), sauf dans le cas où la chute des prix s'accompagne d'une baisse des crédits, entraînant (en système d'argent-dette) une réduction rapide de la masse monétaire, ce qui a justement des effets fortement déflationnistes, accélérant l'effondrement conjoint des prix et de la monnaie. C'est la spirale désendettement-déflation dont Irving Fisher a mis en évidence le rôle décisif dans l'ampleur et la durée de la crise de 1929. Arrêtons-nous sur ce processus, toujours théoriquement possible aujourd'hui.

b) *Confiance collective et confiance bilatérale : l'encastrement de la monnaie dans la dette au cœur des grandes crises du capitalisme*

Le cercle vicieux analysé par Fisher en 1932-1933 est le suivant. Une fois que les agents prennent conscience de leur surendettement, ils vont chercher à liquider leur dette et sont ainsi poussés à vendre leurs actifs en catastrophe; ces ventes en catastrophe, et le remboursement des prêts, qui contracte les dépôts, font chuter le niveau des prix et, à mesure que les prix baissent, « chaque dollar de dette encore impayé devient un dollar plus lourd ». C'est-à-dire représentant un

1. Irving Fisher, *Booms and Depressions: Some First Principles*, New York, Adelphi, 1932, et «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, vol. 1, n° 4, 1933, p. 337-357.

pouvoir d'achat plus grand), ce qui pousse à de nouvelles liquidations et approfondit la déflation. Les agents sont ainsi piégés dans une spirale autoentretenu, car plus ils remboursent, plus ils sont endettés («C'est l'effort même des individus pour diminuer le fardeau des dettes qui l'augmente⁽¹⁾»); entre 1929 et 1933, l'endettement nominal a diminué de 20 % aux États-Unis selon Fisher, mais le dollar s'étant apprécié de 75 % (la baisse des prix équivalant à une hausse du pouvoir d'achat de la monnaie), l'endettement réel a augmenté de 40 %. En outre, la faillite de 5 000 banques aux États-Unis au cours de la crise détruit elle aussi de la monnaie, contribuant donc à la déflation tout en propageant le risque d'insolvabilité et la défiance généralisée. Un tel contexte incite de plus les agents à retirer leur argent des banques, ce qui peut déclencher la faillite de ces dernières par un mouvement de panique autoréalisatrice: en effet, la crainte que la banque ne puisse couvrir tous les retraits peut provoquer une ruée bancaire qui crée la crise de liquidité. Même sans aller jusqu'à la faillite, dans un système à réserves fractionnaires où seul un faible pourcentage des dépôts à vue doit être couvert par de la monnaie fiduciaire, les retraits effectués par les déposants qui doutent de la solvabilité de leur banque contraignent celles-ci à réduire le volume des dépôts dans des proportions démultipliées, ce qui fait chuter drastiquement la quantité de monnaie scripturale dans l'économie.

Conjuguée à une baisse de sa vitesse de circulation, la réduction d'un quart de la masse monétaire américaine entre 1929 et 1933 (du fait du *credit crunch*, des retraits et des faillites) constitue une brutale réduction de la puissance d'agir des agents économiques, contraints de réduire leur demande, avec des effets en chaîne sur les prix, la production et l'emploi à mesure que ces affects tristes se répandent de proche en proche, dans une spirale négative qui entretient ses propres causes. La crise de 1929 n'est donc pas seulement une crise financière: c'est aussi une crise bancaire et monétaire, due à l'encastrement du rapport monétaire (rapport social *orthogonal*, fondé sur

1. Irving Fisher, «La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation [1933]», *Revue française d'économie*, vol. 3, n° 3, 1988, p. 159-182.

la confiance collective) dans le rapport d'endettement (rapport social bilatéral, fondé sur la confiance interindividuelle du créancier envers le débiteur).

Il en va de même pour la crise de 2008, qui fut d'abord, on tend à l'oublier, une crise du crédit immobilier, donc une crise bancaire avant d'être une crise financière. Partout, le crédit immobilier s'est emballé au tournant des années 1990-2000 (cf. Chapitre 3). Les crédits hypothécaires avaient nourri une bulle immobilière aux États-Unis qui commença à éclater en mars 2006, détruisant la valeur des hypothèques alors même que la défaillance d'innombrables ménages débiteurs entraînait la fragilité des banques créancières. Le secteur bancaire n'avait connu aucune faillite aux États-Unis en 2005 et 2006 selon la *Federal Deposit Insurance Corporation*, mais il en subit 3 en 2007, 25 en 2008, 140 en 2009, et jusqu'à 157 en 2010, avant que ce nombre reflue lentement (92 en 2011, 51 en 2012, 24 en 2013)¹. Entre 2008 et 2017, ce sont finalement 528 banques qui font faillite en dix ans, soit environ une banque américaine sur dix. Dès octobre 2009, le FMI chiffre les pertes mondiales du secteur bancaire à 3 600 milliards de dollars². La crise proprement bancaire est bien sûr vite devenue financière, du fait de la titrisation des créances (transformées en *Residential mortgage backed securities* – RMBS) et de leur restructuration en produits dérivés peu lisibles (les *Collateralised Debt Obligations* – CDO, puis les CDO de CDO) qui devinrent des actifs toxiques, sur la base desquels s'était en outre développé un marché de produits assurantielles (les *Credit Default Swap* – CDS) essentiellement spéculatif (douze fois plus important que celui des sous-jacents). Mais les banques, en interaction étroite avec la finance et durablement fragilisées, demeurèrent au cœur de l'action des pouvoirs publics, contraints de sauver les établissements *too big to fail*, même s'ils crurent opportun de laisser périr Lehman Brothers pour

1. Source: « Failed Bank List », FDIC [En ligne].

2. FMI, *Global Financial Stability Report*, Washington, D.C., octobre 2009, cité par Joseph E. Stiglitz, *Le Triomphe de la cupidité*, traduit par Paul Chemla, Paris, Actes Sud, coll. « Babel », 2011 [2010], p. 243.

lutter contre le risque d'aléa moral... avec les conséquences que l'on sait.

L'encastrement de la monnaie dans la dette inscrit donc au cœur du système bancaire, monétaire et financier, une fragilité largement responsable des deux principales crises du capitalisme (la Grande Dépression de l'après-1929 et la Grande Récession de l'après-2008).

c) L'indépendance des banques centrales...
par rapport aux banques privées?

Les banquiers centraux ont bien sûr tiré les enseignements de la crise de 1929 (dont Ben Bernanke, président de la *Federal Reserve* de 2006 à 2014, est spécialiste) et ont répondu à la crise financière (2007-2008) puis à celle des dettes publiques européennes (2010-2012) et enfin à la crise sanitaire (2020-2021) par des politiques monétaires ultra-accommodantes, pour diffuser des affects joyeux (des masses de liquidités hélas réservées aux banques et aux marchés financiers comme on le verra au Chapitre 3), stabiliser le système bancaire et financier, et relancer la demande dans l'économie réelle. Toutefois, la création monétaire passant par la dette, ces affects joyeux sont automatiquement encadrés dans des affects tristes qui limitent l'effet de ces politiques. Les agents privés comme publics ploient, en effet, sous un fardeau d'endettement de plus en plus lourd: fin 2022, la dette mondiale atteignait 337,3 % du PIB, soit plus de 55 points de pourcentage de plus qu'en 2007³. Toutes les catégories d'agents sont concernées⁴; la dette des ménages pèse 63 % du PIB mondial,

1. C'est-à-dire pour responsabiliser les banques en les exposant au dépôt de bilan pour ne pas les inciter à prendre des risques inconsidérés en les sauvant systématiquement.

2. La *Federal Reserve* (Fed) est la banque centrale des États-Unis.

3. Source: Institute of International Finance (IIF), « Global debt monitor » (global debt figures 2022Q4) [En ligne].

4. Avec des dynamiques différentes. Selon les chiffres de l'IIF, après un doublement en une décennie, la dette des sociétés non financières bondit de plus de 105 % de 2007 à 2022 (de 43 600 à 89 700 milliards de dollars) quand celle du secteur financier ne croît plus que de 26,8 % (de 53 700 à 68 100 milliards) après avoir presque doublé au cours des dix années précédentes; de même,

La crise financière de 2007-2008 a été un véritable point de bascule monétaire.

Cette crise n'est pas simplement une crise américaine des Subprimes, mais une crise mondiale du crédit. On pourrait dire plus largement que cette crise a été celle de l'ensemble des contreparties de la monnaie des banques, plus seulement donc le crédit mais également les titres. L'intervention de la banque centrale a, de ce fait, dû s'adapter, en ne se contentant pas de prêter aux prêteurs, d'où son rôle traditionnel de *prêteur en dernier ressort*, mais également en achetant des titres aux acheteurs de titres, laquelle est devenue un *acheteur en dernier ressort*, que les banques sont devenues depuis les années 1980, en déployant leur activité sur les marchés financiers. En basculant à son tour dans le mode acquisitif de création monétaire, la banque centrale a ouvert au titre financier le chemin de la liquidité ultime, et frayé au capitalisme financier le chemin monétaire, lui permettant de se rétablir et même de s'approfondir.

Pour gérer la crise financière de 2007-2008, celle de la dette souveraine de 2010-2012, puis la crise sanitaire débutée en 2020, les banques centrales ont pris des mesures dites non conventionnelles, qualifiées ainsi pour exprimer leur caractère exceptionnel, anormal, mesures donc spéciales dédiées à une situation de crise. Elles ont consisté pour l'essentiel à accorder aux banques des milliers de milliards d'euros de prêts de long terme, à des conditions ultra accommodantes avec aussi des programmes d'achat massif de titres, privés et surtout publics sur les marchés financiers, c'est le fameux QE (quantitative easing). Censées être temporaires, ces mesures ont duré longtemps, et se sont pour ainsi dire conventionnalisées, avant que le retour de l'inflation en 2021, conduise les banques centrales, les unes après les autres, à tenter d'y renoncer. Il n'est pas certain du tout qu'elles parviendront à complètement les abandonner. Quoi qu'il en soit, ces mesures ont radicalement transformé le mode de création monétaire des banques centrales. Certains aspects de ces mesures ont été correctement cernés comme notamment les inégalités de revenus et de patrimoine que ces mesures ont pu accroître ainsi que les bulles

de prix d'actifs que ces mesures ont alimentés, mais les effets de ces mesures non conventionnelles sur le mode de création monétaire n'ont pas été assez étudiés.

En temps normal, une banque centrale crée de la monnaie en répondant aux demandes de liquidité des banques commerciales par des prêts de monnaie centrale. C'est un mode bancaire de création monétaire, similaire à celui des banques commerciales : les crédits font les dépôts. Mais face aux crises, les banques centrales ont créé de la monnaie non plus uniquement en répondant aux demandes de liquidité des banques commerciales, mais en achetant, sur les marchés financiers, des titres, principalement des titres de dette publique. *Elles ont ainsi basculé du mode bancaire traditionnel de création monétaire, au mode bancaire acquisitif de création monétaire* où la monnaie est créée en contrepartie d'une acquisition de titres.

Il y a donc un changement majeur quant à la condition d'accès à la monnaie centrale, lors de son émission, puisqu'il faut désormais, pour y accéder, non pas forcément présenter un besoin de refinancement mais simplement détenir des titres éligibles. Or les Banques ne sont pas les seules à détenir et vendre des titres. D'autres acteurs le font aussi. Très concrètement, avec le mode acquisitif, les émissions de monnaie centrale ne sont plus réservées aux Banques commerciales. L'accès aux nouvelles encaisses de monnaie centrale s'est élargi à tout un ensemble d'institutions financières non bancaires avec pour seule condition que celles-ci soient en mesure de vendre des titres que la banque centrale désire acheter.

Les achats d'actifs des banques centrales ont également en large part libéré la monnaie centrale de la dette. Avec le mode acquisitif d'émission de monnaie centrale, le bénéficiaire des encaisses créées n'est plus lié par une dette à l'émetteur de monnaie donc à la banque centrale : une fois le titre acheté par la banque centrale, le vendeur perçoit la monnaie centrale, sans qu'aucun engagement le lie à la banque centrale émettrice.

Le reflux de la monnaie créée, c'est-à-dire sa destruction, ne vient alors plus du remboursement d'un prêt obtenu par son bénéficiaire, mais du remboursement du titre acquis quand il arrive à échéance ou lors de sa revente avant l'échéance. Les achats de titres des banques centrales débouchent ainsi sur une monnaie moins temporaire, ce qui est vrai aussi pour les banques commerciales quand elles créent de la monnaie acquisitive. Ainsi donc, alors que, traditionnellement, les banques centrales détenaient des titres financiers comme garantie de prêt à courte durée, aujourd'hui, elles les détiennent en pleine propriété.

La nature endogène de la monnaie se brouille donc avec le mode acquisitif.

Autre incidence majeure du mode acquisitif, la détention préalable de titres, comme condition d'accès à la monnaie centrale, détache la création monétaire du circuit de la production et la met entièrement au service du capitalisme financier.

Ce faisant, avec le mode acquisitif, la monnaie ne parle plus le même langage, elle n'est plus la langue du prix des biens produits pour répondre à des besoins humains, elle devient la langue du prix des titres échangés pour accumuler toujours plus de monnaie. Elle devient la désignation d'elle-même, donc une tautologie. Ce mode d'émission bouleverse également ce que les post-kéneysiens désignent comme la hiérarchie des monnaies, sous la forme d'une pyramide érigée, en fonction du degré de liquidité, des actifs, allant à sa base de la liquidité, plus ou moins grande des titres jusqu'à celle absolue de la monnaie centrale à son sommet. En quelque sorte, le mode acquisitif installe un ascenseur pour les titres éligibles qui les font directement monter au sommet de la pyramide puisqu'ils sont rendus directement convertibles en monnaie centrale.

L'opération de quantitative easing (QE) est censée être réversible ; avec le quantitative tightening (QT), en particulier pour réduire la taille du bilan de la banque centrale. Sauf qu'en réalité, une fois le QE enclenché, ce n'est jamais le bon moment pour enclencher le QT. Et le QE devient donc difficilement réversible. Ce qui revient à inscrire à l'actif de la banque centrale une créance pratiquement non mobilisable jusqu'à son extinction, presque comme si elle avait enregistré un actif ad hoc non exigible.

Autre effet de cette difficile réversibilité, les volumes énormes de monnaie centrale créées dans le cadre du QE est inscrit au passif du bilan de la banque centrale sur les comptes des banques commerciales se révèlent ensuite un gouffre financier, car il lui faut rémunérer ses réserves à un niveau de taux directeur significativement plus haut que celui qui prévalait au moment de l'achat de ses titres. Autrement dit, le QE difficilement réversible en QT expose la banque centrale à des pertes plus importantes et moins prévisibles que lorsqu'elle crée de la monnaie centrale par des prêts de monnaie centrale aux banques. D'où un risque de perte en crédibilité. Et le résultat peut être que ces pertes doivent être supportées par les États, alors même que les finances publiques vont en souffrir, mais il importe de rappeler que des fonds propres négatifs ne posent pas de problème à une banque centrale.

Nous avons envisagé jusqu'ici les réactions du système bancaire au trois grandes crises contemporaines, la crise financière de 2007-2008, la crise des dettes souveraines de 2012 et la crise sanitaire de 2020. Mais il y a une crise supplémentaire qui devient de plus en plus évidente aujourd'hui : la crise climatique.

Et il y a interconnexion entre ces crises ; ce qui va nécessiter de manière de plus en plus urgente une *bifurcation sociale et écologique* et cette bifurcation va exiger une bifurcation monétaire car tout projet de société a des répercussions dans le domaine monétaire et je dirais que, réciproquement, tout projet monétaire est aussi et nécessairement un projet de société.

Seulement, l'horizon idéologique de l'Union européenne et de la majorité des gouvernements des États, qui la composent est résolument marchand, capitaliste et néolibéral, et donc incompatible avec la bifurcation sociale et écologique. C'est particulièrement vrai au sein de la zone euro. Rappelons que les États membres ont signé en 2012 le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), au sein de l'union économique et monétaire, communément appelé le pacte budgétaire qui vise à coordonner les politiques budgétaires d'État indépendants liés par l'euro. La conséquence concrète de ce pacte de stabilité est que les États membres se sont emprisonnés dans ce qu'on peut appeler avec d'autres le triangle infernal des finances publiques, dont les trois sommets sont bridés :

Les *recettes budgétaires*, premier sommet du triangle, sont limitées surtout par le mécanisme de concurrence fiscale

Les *dépenses publiques*, deuxième sommet du triangle des finances publiques, sous contrainte de la norme de déficit excessif qui ne peut pas dépasser 3 % du PIB

Et la *dette publique*, troisième sommet du triangle, ne peut pas dépasser 60 % de ce PIB, le recours aux financements externes du budget est donc limité.

L'impasse des finances publiques est totale, même si, dans la pratique le critère de 60 % est loin d'être respecté, car il est tout bonnement intenable, mais il légitime une surveillance tatillonne par l'UE des lois budgétaires souverainement votées par les États. Le triangle infernal s'accompagne en effet de tout un système de contrôle et de pilotage des finances publiques, appelé surveillance multilatérale des déséquilibres macroéconomiques, ce qui laisse fort peu d'espace de liberté aux autorités nationales. Et la seule option praticable est d'avoir en permanence une politique budgétaire restrictive dont les effets récessifs sont compensés par un solde positif de la balance commerciale, permis par une politique de compétitivité économique. Ce sont précisément ces politiques de compétitivité qui justifient la régression des régimes de retraite.

Les premiers projets européens d'après la seconde guerre mondiale n'expriment pourtant pas un tel horizon idéologique. Mais à mesure que la construction européenne s'est approfondie, elle a adopté une approche économique de plus en plus libérale, inspirée de l'ordolibéralisme allemand et du néolibéralisme anglo-saxon qui freinent de toutes les manières possibles l'intervention publique dans l'économie et corsètent les capacités d'action des États membres. Mais cette idéologie se heurte désormais à la réalité du défi contemporain, qui appelle un changement de paradigme : un retour en force de la puissance publique.

De nombreuses voix réclament une révision du cadre budgétaire européen actuel afin de permettre l'augmentation du recours à l'endettement public. Les différentes propositions, qu'il s'agisse de la réduction de la concurrence fiscale entre les membres de la zone euro ou de rehausser le plafond de 60 % pour l'endettement public, ou encore la solution plus ambitieuse d'union budgétaire entre les membres suite à ce qui s'est passé mais de manière officiellement exceptionnelle lors du plan de relance Next génération EU, tout cela correspond en définitive à des réformes paramétriques et en particulier cela ne contribue pas à modifier le triangle infernal des finances publiques. Cela ne fait qu'en modifier la taille. De surcroît, changer les règles institutionnelles européennes est un projet titanesque.

En revanche, il paraît tout à fait réaliste d'ajouter au cadre existant un étage institutionnel complémentaire, compatible avec les dispositions des traités : c'est ainsi qu'Isabelle Coupey-Soubeyrand et d'autres proposent de transformer le triangle infernal en un losange vertueux, en lui ajoutant un sommet monétaire. À ces auteurs, il semble indispensable pour une part des investissements nécessaires à la transition écologique de rompre avec le financement par la dette, y compris par la dette publique.

Rappelons d'abord qu'un financement des États par la banque centrale est en principe exclu par des règles intangibles en régime néo-libéral. L'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'union européenne, interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder toute forme de crédit aux administrations publiques ou d'acquiescer directement auprès d'elles des instruments de leur dettes. Autrement dit, ni le mode bancaire traditionnel, ni le mode bancaire acquisitif de création monétaire de la banque centrale ne peuvent être utilisés pour financer directement les autorités publiques.

Au-delà des règles et des pratiques européennes, rappelons que le financement direct de l'État auprès de la banque centrale pose des problèmes théoriques, et cela de 2 points de vue.

D'abord du point de vue monétaire : le recours au financement du déficit budgétaire par la création monétaire est toujours une solution périlleuse, car la tentation est grande pour le gouvernement d'abuser de son droit de tirage, au risque de provoquer une poussée sur-inflationniste. C'est ce risque auquel il a été historiquement répondu par l'affirmation de l'indépendance de la banque centrale et par l'interdiction qui lui est faite d'accorder des prêts au trésor public.

Ensuite, du point de vue budgétaire, outre le fait qu'une banque centrale indépendante peut s'avérer aussi redoutable envers l'État débiteur qu'un créancier privé (voir l'exemple grec), le mécanisme du crédit avec remboursement n'est pas adapté aux situations qui sont financièrement non rentables. L'endettement public n'est pas adapté aux financements d'investissement dont la rentabilité financière est nulle comme les investissements dans la restauration de la nature. Cela dit, et toutes choses égales par ailleurs, le financement budgétaire par l'endettement auprès de la banque centrale serait malgré tout préférable à l'endettement auprès du secteur privé pour au moins deux raisons. D'abord, théoriquement, la banque centrale distribue tous ses bénéfices à l'État puisque celui-ci en est l'actionnaire. Ensuite, la banque centrale peut ne pas avoir d'exigence de rendement et n'a pas à se placer dans le traditionnel arbitrage rendement-risque des investisseurs privés.

Note : quand l'État est à la fois propriétaire et débiteur de la banque centrale, celle-ci se retrouve créancière de son propre actionnaire, et la dette publique qu'elle détient n'est finalement qu'un engagement de l'État envers lui-même : comment peut-on se devoir de l'argent à soi-même ? Ce n'est au fond qu'une fiction, due à l'existence d'un fétiche institutionnel, formellement distinct de l'État, la banque centrale. L'artifice comptable qui en résulte repose sur un pur jeu d'écriture, qui peut être rayé d'un simple trait de plume, sans véritable conséquence. C'est pourquoi de nombreux économistes ont pu recommander l'annulation pure et simple de la dette publique, détenue par la banque centrale, ou, ce qui revient strictement au même, sa transformation en dette perpétuelle à taux nul.

En définitive, le triangle infernal des finances publiques doit être transformé en losange vertueux par l'ajout d'un quatrième sommet au polygone : le financement monétaire, mais en dehors de toute dette. Car le mode d'émission bancaire, qu'il s'agisse de monnaie de crédit ou de monnaie acquisitive, fondée sur la quête de rentabilité financière, est intrinsèquement incapable de financer des investissements financièrement non rentables. Or, c'est le cas d'une part significative des investissements relevant du secteur non marchand, du bien commun, du bien public ou de la bifurcation écologique et sociale.

On peut classer les projets à réaliser selon trois profils de rentabilité, appelant chacun un mode de financement adapté :

Les *investissements financièrement rentables* : ceux-ci sont aisément finançables par le secteur bancaire et financier privé dans le cadre de la finance verte. C'est particulièrement le cas s'ils bénéficient d'avantages fiscaux comme des amortissements accélérés, des prix garantis, ou des concessions à long terme, etc.

Les *investissements à rentabilité incertaine ou à très long terme* : ceux-ci exigent des investisseurs patients comme des institutions financières internationales, les banques multilatérales de développement comme la BEI.

Les *investissements financièrement non rentables*, quoique socialement ou écologiquement indispensables : ces investissements qui concernent les infrastructures publiques, sociales ou la restauration de l'environnement n'ont aucune rentabilité financière propre, n'engendrent pas forcément d'activités économiques complémentaires susceptibles d'amener des recettes supplémentaires au budget de l'État. Ces investissements ne peuvent donc être financés que par recours à l'endettement public auprès du secteur privé, avec tous les inconvénients, que cela implique, ou par une hausse de la fiscalité, avec tous les inconvénients que cela implique aussi, et surtout, miser sur la hausse des prélèvements publics sur les revenus ou les patrimoines privés pour financer la bifurcation sociale et écologique c'est faire de cette dernière une activité dérivée, secondaire, dépendante de l'activité, activité marchande et capitaliste. Ainsi, financer les pans non rentables de la bifurcation écologique implique une croissance préalable de l'activité économique qui, par définition, est dommageable pour l'environnement. Dès lors, on aboutit au paradoxe que pour réparer la terre, il faut préalablement l'endommager davantage !

Par conséquent, une bifurcation est absolument nécessaire.

Des réponses spécifiques et plus ou moins pérennes sont proposées avec les monnaies locales.

Par définition, une monnaie locale est une monnaie qui n'est pas soutenue par un gouvernement national. Quand elle est convertible à parité dans la monnaie officielle de l'espace national dans lequel se trouve le territoire, cette monnaie locale est dite complémentaire. Celles qui sont strictement complémentaires n'ont pas de pouvoir propre de création monétaire, mais il est évident que pour pouvoir étendre leur usage, il faut que ces monnaies locales deviennent des monnaies de crédit pour pouvoir participer au développement local.

Le développement des monnaies locales depuis la fin des années 1990 présente l'intérêt d'approfondir les liens sociaux tissés par l'action citoyenne pour régénérer les territoires. Ce développement s'est nettement accéléré depuis la crise financière de 2008. Les monnaies locales et complémentaires peuvent être mobilisées comme vecteur d'une dynamique économique territoriale au service de la promotion d'un régime de croissance inclusive et soutenable. De ce point de vue, les monnaies locales sont des outils politiques d'appropriation citoyenne. Elles peuvent aider à ancrer la transition écologique dans les territoires, à condition cependant d'atteindre une envergure suffisante pour intéresser les autorités locales et les inciter à inventer de nouvelles formes de délibération collective.

Mais il y a monnaie locale et monnaie locale : il faut distinguer entre les différents types de monnaie locales selon leur capacité de création de valeur d'un côté et selon du point de vue de leur pérennité de l'autre.

D'abord il faut reconnaître que les monnaies locales sont très souvent des prétendants monétaires alternatifs de la monnaie nationale officielle, qui circulent dans des espaces marchands, lorsque les conditions d'usage de la monnaie impliquées par les règles officielles sont contestées par certains acteurs sociaux. Les monnaies locales et complémentaires sont légitimes quand elles sont validées par une conception collective du bien commun, sans qu'il y ait nécessairement un cadre légal. La monnaie locale circule plus vite que la monnaie nationale. Sa plus grande vélocité résulte de l'absence du rôle de réserve de valeur. C'est d'ailleurs pour cela que ces monnaies locales sont souvent dites monnaies fondantes. Les monnaies locales sont très utiles à des collectivités lorsque celle-ci portent un projet commun au-delà des échanges marchands et des services publics existants. En effet, les monnaies locales peuvent être les moyens de paiement de projets ambitieux qui remodelent l'économie productive en revitalisant la cohérence des territoires qui a été remise en cause par les chaînes de valeur mondiale, notamment en matière d'agriculture productive. L'utilisation des monnaies locales peut aussi induire des projets de rénovation productive par l'économie circulaire.

On distingue actuellement deux types principaux de systèmes monétaires locaux.

L'un est tourné vers la consommation, c'est le domaine des monnaies dite complémentaires qui ont une convertibilité stricte avec la monnaie officielle ; l'émission de ce type de monnaie locale se fait par conversion entrante à l'initiative des citoyens qui font un dépôt en monnaie officielle dans une institution financière dédiée, et la destruction de monnaie locale se fait par conversion sortante.

L'autre système est le système de crédit mutuel privilégiant cette fois-ci les échanges Inter-entreprises. Sa raison d'être est l'économie circulaire comme base de coopération citoyenne, permettant de relocaliser des productions et de sécuriser l'accès aux ressources. Dans ce cas, les monnaies locales sont émises par des sociétés coopératives d'intérêt collectif pour financer les porteurs de projet, qui bénéficie d'une garantie publique fournie par une autorité publique locale. Ces monnaies locales, qui circulent sous forme de dettes réciproques, peuvent ou non être convertibles en monnaie officielle. Par conséquent, les monnaies par crédit mutuel sont des dettes multilatérales enregistrées dans une chambre de compensation qui tient un registre centralisé des transactions et fait le bilan des crédits et des débits de chacun des membres du réseau. Ce sont donc les acteurs du réseau qui créent la monnaie. Mais dans ce système, la monnaie locale n'est pas complémentaire : il n'existe pas de fonds de garantie en monnaie de banque centrale. Le règlement des crédits mutuels n'a pas recours à la monnaie officielle.

Quand on regarde l'histoire des monnaies locales, on s'aperçoit que certaines sont des réactions temporaires à des crises de la monnaie nationale alors que d'autres sont pérennes. Celles-ci ont proliféré depuis la grande crise financière de 2007-2008. La crise écologique est une autre source de développement des monnaies locales. On voit beaucoup de monnaies locales s'adosser aux financements des projets territoriaux de transitions écologiques, grâce à une gouvernance élargie à des acteurs publics et privés. Pour jouer ce rôle, les monnaies locales doivent pouvoir être émises en contrepartie de crédits pour financer des services sociaux et environnementaux avec une garantie publique en monnaie officielle.

Les monnaies locales temporaires sont les plus anciennes et existent dès le XIXe siècle pour répondre aux besoins urgents quand il y a pénurie de liquidités. Par contre, les monnaies persistantes sont plus récentes et s'inscrivent en général dans les transformations des systèmes monétaires qui sont induites par la recherche d'un nouveau régime de croissance, donc par une mutation du capitalisme. Étant légitimées par une conception collective du bien commun, ces monnaies reposent sur la notion de monnaie fondante qui s'oppose à la recherche de l'accumulation de liquidité comme source de pouvoir et finalité ultime. Ainsi, les monnaies locales répondent aux carences du système monétaire officiel, qui est capté par le capitalisme financier, pour assumer les risques environnementaux. Elles sont également un outil pour développer les efforts nécessaires pour s'opposer à la fragmentation sociale que ce type de capitalisme provoque. Et bien entendu, l'engagement des autorités publiques locales peut donner davantage d'ampleur encore à ce phénomène.

À la recherche de réponses globales.

Dans deux ouvrages importants, nous trouvons deux directions possibles, non exclusives d'ailleurs l'une de l'autre, sont envisagées pour réaliser une *bifurcation générale* de nos modes de financement pour répondre plus spécifiquement à la crise écologique. Elles ont un point commun important : l'une et l'autre donnent aux Banques centrales un rôle central.

La première est décrite dans l'ouvrage écrit par Michel Aglietta et Natacha Valla, « **Le futur de la monnaie** », paru chez Odile Jacob en février 2021.

Les auteurs soulignent l'intérêt que présente l'action multilatérale que trois banques centrales ont initiée en 2017, à savoir la Banque de France, la Banque d'Angleterre et la Banque populaire de Chine. Elles ont créé le NGFS et 2 ans après seulement, les deux tiers des banques et assureurs systémiques de la planète faisaient partie du groupe. Mais le problème est bien sûr l'absence de la FED. Le NGFS insiste sur le fait que les systèmes financiers sont confrontés à cause du changement climatique à des risques de nature inédite. Selon les auteurs, dans une crise systémique d'origine climatique, les processus qui dirigent le changement sont irréversibles à l'échelle des temps historiques. C'est pourquoi ils considèrent que c'est le catastrophisme éclairé qui est la seule attitude possible. Il n'y a pas de récupération possible des pertes en capital dues aux franchissements de limites planétaires. À l'égard de la finance, les banques centrales se doivent de prendre la direction d'un processus d'assurance collective.

Résumons les principales recommandations du N G F S : la première consiste à intégrer les risques liés au changement climatique dans le pilotage macro-prudentiel de la stabilité financière et dans la supervision des institutions financières. La seconde recommandation consiste à intégrer les facteurs de soutenabilité dans les gestions de portefeuille. Les banques centrales elle-même doivent fournir l'exemple dans leur politique quantitative de bilan. La troisième recommandation consiste à combler l'insuffisance des données concernant l'évaluation du risque climatique par une démarche collective reliant les secteurs financiers, publics et privés. La quatrième recommandation exhorte à développer la prise de conscience et la capacité intellectuelle en encourageant l'assistance technique et le partage des connaissances. La cinquième recommandation vise à mettre sur pied un système de divulgation des risques climatiques qui soit cohérent internationalement. Et enfin la dernière recommandation propose une taxonomie des activités productives pour identifier et gérer les risques climatiques et environnementaux qui leur sont liés. L'objectif est d'aboutir à une typologie des actifs en fonction de ses risques pour guider la réallocation des portefeuilles, car les scénarios aident à identifier les secteurs vulnérables aux risques physiques et de transition.

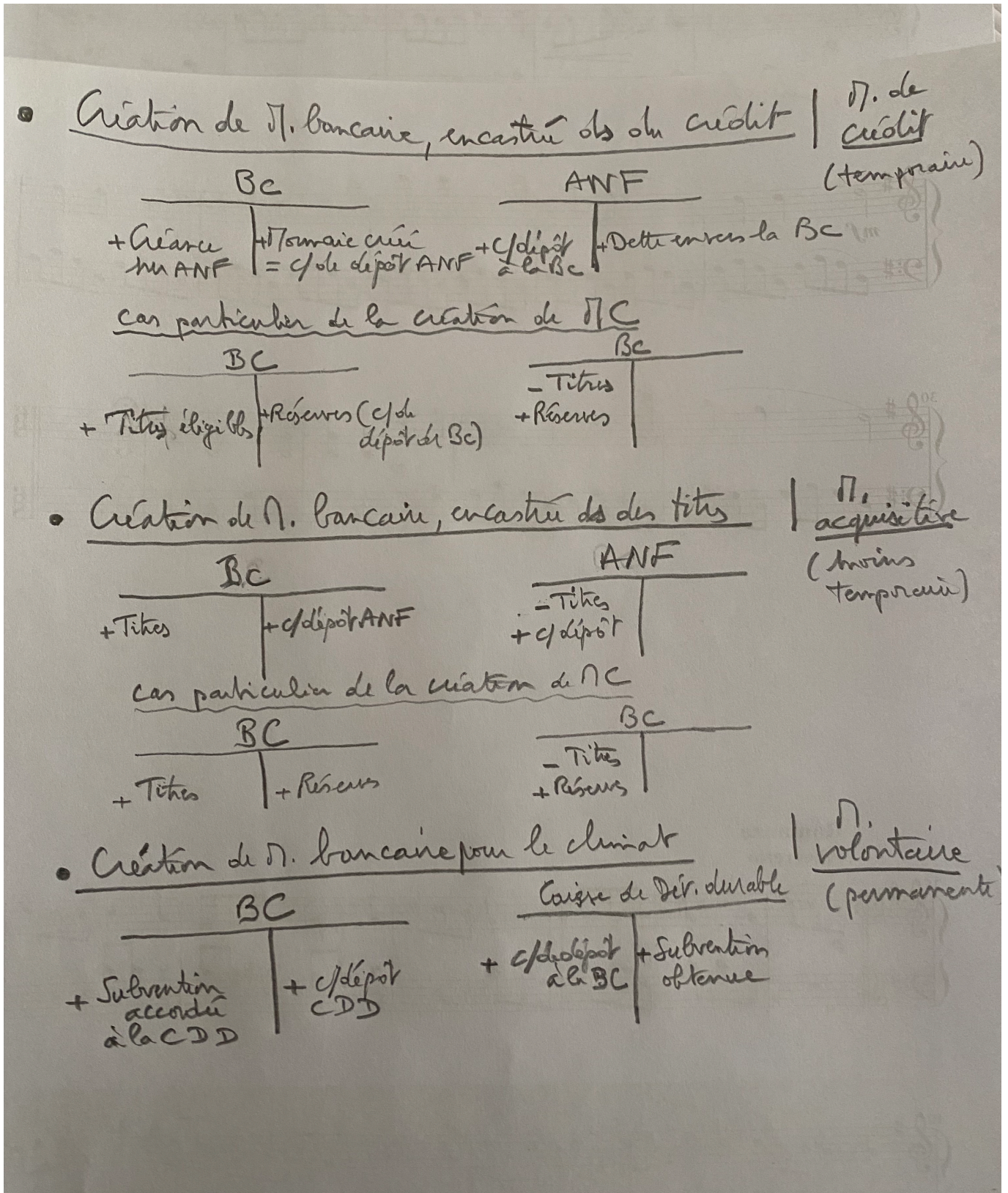
Quand on sait par exemple que le lobby du carbone très concentré, puisque les vingt plus grandes entreprises mondiales seraient responsables de plus du tiers des émissions de carbone, ces grandes entreprises multinationales travaillent sur les marchés de capitaux globaux. Elles lèvent des fonds considérables pour financer des investissements qui risquent de mettre la planète sur une trajectoire d'augmentation de la température de + de 4°, donc potentiellement destructrice de la civilisation, puisque cette hausse de température est plus du double de l'augmentation limite considérée comme soutenable par le GIEC.

Mais si les banques centrales sont pratiquement les seuls acteurs à pouvoir jouer le rôle de moteur de la lutte contre le risque systémique lié aux chamboulements climatiques, il n'est pas sérieux de s'en remettre à elles comme sauveurs du climat en dernier ressort. Car, à la différence d'une crise financière pure, une crise climatique ne peut compter sur un sauvetage après coup. Parce que les impacts sont irréversibles. Les banques centrales sont bel et bien en première ligne en tant que gardiennes de la stabilité macro financière, parce que le changement climatique est un risque systémique d'un type nouveau qui menace la stabilité financière. C'est pourquoi les politiques macro et micro présidentielles doivent réformer la gouvernance du système financier, à partir d'évaluations correctes des risques climatiques dans les actifs financiers, en utilisant une large panoplie d'instruments : les réserves bancaires, les exigences de capital et de liquidité, les différents ratios de liquidité et de vulnérabilité, les limites à la croissance du crédit, les modulations sectorielles des supports en capital, en fonction de l'intensité du risque climatique.

On trouve la seconde direction possible pour réaliser la bifurcation monétaire nécessaire à la transition écologique dans le livre « **Le pouvoir de la monnaie** » paru en 2024 aux éditions « les liens qui libèrent », écrit par Jézabel Couppey-Soubeyran, Pierre Delandre et Augustin Sersiron.

Ces auteurs proposent une bifurcation monétaire à base de ce qu'ils appellent de la **monnaie volontaire** qui permettrait aux décideurs publics associés à la société civile de financer la bifurcation écologique et sociale.

Faire un schéma de création de monnaie volontaire.



Cette proposition de monnaie volontaire articule deux volets :

Le premier volet porte sur le financement des investissements, socialement et écologiquement souhaitables mais financièrement non rentables.

Cela exige l'instauration de deux organes : d'abord un institut d'émission monétaire, aux côtés de la BCE, qui détient un nouveau pouvoir de création monétaire, sous le mode volontaire d'émission, et ensuite une caisse européenne du développement durable, organe opérationnel, chargé d'utiliser ces encaisses pour subventionner tous les investissements dans la bifurcation sociale et écologique.

Le deuxième volet de cette architecture monétaire complémentaire concerne le contrôle de la masse monétaire en circulation ainsi que l'organisation du reflux de la monnaie volontaire. Par son mode d'émission, la monnaie volontaire serait en effet permanente contrairement à la monnaie bancaire encastrée dans la dette. Il faudrait donc organiser la possibilité d'une réduction de la masse monétaire pour éviter que se constitue un stock d'encaisse excessif, et cela serait fait sous la responsabilité de l'institut d'émission. Deux types de mesures pourraient être utilisées, d'abord des mesures monétaires comme l'utilisation de Réserves obligatoires auprès de la banque centrale ou de cessions de titres et ensuite des mesures fiscales pour contribuer à réguler la masse de monnaie permanente en circulation comme un prélèvement sur les stocks monétaires ainsi que les flux monétaires et une compensation écologique qui viendrait dédommager les générations futures des dégradations environnementales actuelles.

L'HISTOIRE MONETAIRE DEPEND DE CELLE DES TECHNOLOGIES

Il y a encore peu d'années, les moyens de paiement que l'on utilisait se limitaient aux billets (monnaie dite fiduciaire) dont la banque centrale a le privilège d'émission, et à la monnaie inscrite sur nos comptes de dépôt tenus par les banques commerciales et qui ont la particularité d'être « transférables » en ce sens qu'à l'aide d'instruments tels que le chèque et l'ordre de virement on pouvait mouvoir la monnaie inscrite sur ces comptes pour effectuer nos paiements (monnaie dite scripturale parce que cela se traduit par des jeux d'écriture sur les livres des banques). Tout cela existe bien sûr toujours mais, depuis, d'autres instruments sont apparus pour mouvoir les sommes inscrites sur les comptes de dépôts, ce qui traduit une dématérialisation supplémentaire des formes monétaires.

En effet, grâce aux nouvelles technologies de l'information et de la communication – les NTIC -, en l'occurrence l'informatique et l'Internet, on utilise de plus en plus la carte bancaire, les paiements électroniques et des opérations monétaires et financières faites en utilisant l'Internet.

Mais ces instruments de paiement modernes ne modifient pas la logique de la monnaie dite scripturale : la monnaie « électronique » reste de la monnaie scripturale.

Rappelons ici que toute monnaie est fiduciaire quant à sa valeur et que toute monnaie est scripturale quant à sa production : cela est évident pour la monnaie qu'émettent les banques commerciales, mais les billets sont eux-mêmes inscrits au passif de la Banque centrale !

Depuis encore moins d'années, sont apparues, en plus ou à côté des deux formes principales de monnaie, la monnaie dite fiduciaire, émise par la Banque centrale, d'où son autre nom, monnaie de banque centrale, et celle, dite monnaie scripturale, émise par les banques commerciales par l'intermédiaire de leurs comptes de dépôts transférables, trois autres formes de monnaie :

- La monnaie électronique offerte par des fournisseurs de services non bancaires (les banques proposent de leur côté des monnaies électroniques

Cette monnaie est une créance sur la monnaie fiduciaire, exprimée en unité de compte officielle et donc utilisable pour les paiements en monnaie fiduciaire. Mais les émetteurs ne sont pas des banques et les paiements utilisent des applications sur Internet comme Alipay et WeChat Pay en Chine ou utilisent des téléphones portables, comme MPesa au Kenya.

Les règlements demeurent centralisés et garantis par les banques centrales.

Il convient ici de distinguer monnaie électronique (ME) et monnaie digitale (MD)

Lato sensu, la ME est toute monnaie stockée et utilisée sur des supports et appareils électroniques est considérée comme "électronique". Cela inclut la monnaie scripturale (comptes bancaires) car elle est gérée numériquement. Seuls les billets et les pièces échappent à cette définition.

Stricto sensu, la ME est la monnaie stockée sur un support électronique indépendant d'un compte bancaire. Cette monnaie est alimentée par des billets, des pièces ou des virements. Elle se distingue de la monnaie fiduciaire (billets et pièces) et de la monnaie scripturale (comptes bancaires).

Cette définition « stricto sensu correspond à la définition européenne donnée par une directive le 16 septembre 2009 « Seule la monnaie stockée sur un support électronique indépendant d'un compte

bancaire est considérée comme "électronique". Cette monnaie est alimentée par des billets, des pièces ou des virements. Elle se distingue de la monnaie fiduciaire (billets et pièces) et de la monnaie scripturale (comptes bancaires) ».

Le porte-monnaie électronique stocke de la monnaie numériquement et permet d'effectuer des paiements, tels la carte cadeau prépayée. Par contre, le portefeuille numérique ne stocke pas de monnaie numérique mais donne accès à des moyens de paiements, en particulier des cartes bancaires : exemple d'Apple Pay. Dans ces cas, il s'agit là de monnaie électronique légale qui fait partie des systèmes fermés de paiement.

Par contre, les monnaies digitales (MD) sont les actifs que l'on appelle aussi cryptomonnaies ou cryptodevises (voir ci-après) :

- La monnaie émise dans sa propre unité de compte dont la technologie de paiement et la blockchain.

Ce sont des créances sur des actifs qui sont utilisées par des fonds spéculatifs comme les Money market funds, les Exchange-traded funds et les Edge funds. Ces droits de propriété peuvent aussi être représentés par des jetons, les tokens, créés sur des registres digitaux.

- Les cryptodevises, exprimées dans leur propre unité de compte, créées par des non-banques et émises sur des blockchains entièrement ouvertes. Les exemples les plus fameux sont le Bitcoin et l'éthereum, qui sont des jetons publics.

À l'issue de ce panorama des cinq sortes de monnaie qui existent maintenant, il faut faire la distinction entre les systèmes de paiement qui sont des circuits fermés d'ordinateur, et les nouveaux systèmes de paiement électroniques, qui, au contraire, utilisent des réseaux ouverts.

Les systèmes de paiement usuels sont des **circuits fermés**, grâce à quoi ils peuvent être hiérarchisés, les banques étant les passages obligés de connexion. Cette hiérarchisation permet de séparer les risques posés par les paiements de détail ; également en ce qui concerne les paiements en gros. Les systèmes de paiement au détail sont sécurisés sous la responsabilité des banques : ce sont elles qui évaluent la fiabilité des commerçants habilités à accepter des cartes, qui établissent des limites de crédit alloué aux consommateurs, qui mettent en place des dispositifs de protection contre les vols et les pertes et enfin qui garantissent la finalité des paiements en cas d'insolvabilité des consommateurs. Les paiements en gros sont, quant à eux, sécurisés sous la responsabilité des banques centrales, en particulier pour les paiements interbancaires. Les règlements se font sur les livres de la banque centrale et c'est en cela que celle-ci est le « prêteur de dernier ressort » pour éviter les risques systémiques inhérents à ces systèmes en gros. Inutile de dire que, en contrepartie de l'accès privilégié des banques commerciales à la liquidité ultime, la banque centrale impose tout un ensemble de règles de sécurité, dont le vieux système des réserves obligatoires (à la fois outil prudentiel et levier de politique monétaire). Précisons ici que les systèmes de paiements en gros, c'est-à-dire de gros montants sont de trois sortes : il y a d'abord les systèmes interbancaires de transferts de fonds, ensuite les systèmes de règlement des transactions sur titres financiers et produits dérivés et enfin les systèmes de paiements pluridevises. Les systèmes de paiements en gros sont dits aussi à haute tension (alors que les systèmes de paiements au détail sont dits de basse tension) sont à la base des risques systémiques parce qu'ils concentrent des risques élevés puisqu'ils totalisent dans leurs flux des erreurs de jugements et plein d'aléas qui affectent l'ensemble des échanges économiques.

Par contre, les nouveaux systèmes de paiement électroniques sont des **réseaux ouverts** et présentent donc des risques. Certes, pas celui de coût d'intermédiation ni celui de transaction que l'on rencontre avec la monnaie bancaire (qui ne sont d'ailleurs pas négligeables parce que les banques sont tentées de profiter de leur licence bancaire pour nourrir des rentes), mais des risques qui sont finalement beaucoup plus élevés, puisque leurs émetteurs ne sont ni réglementés ni supervisés. Citons le risque de conversion de cette monnaie électronique en monnaie centrale, les risques de défaut qui résultent de l'incapacité des émetteurs à satisfaire leurs obligations à l'égard de leurs clients, à cause de pertes dans leurs autres activités, les risques de marché puisque, n'ayant pas d'obligation de détenir des actifs sûrs, les actifs qu'ils ont en collatéral de leurs obligations de passif peuvent subir des pertes ; il y a enfin le risque de change, si les émetteurs détiennent des actifs dans une autre devise que celle dans laquelle ils offrent les

services de paiement. En tous les cas, tant que les monnaies électroniques ne possèdent pas une liquidité parfaite, leur acceptation unanime en tant que moyen de paiement au détail est sujette à caution.

Nous avons dit plus haut que les systèmes de paiement au détail sont sécurisés grâce aux banques. Mais, et c'est essentiel de le comprendre, les systèmes de paiement ouverts avec un accès sans restriction à l'Internet, met à mal la hiérarchie des systèmes de paiement et, surtout, les banques ne sont plus maîtresses des règles de sécurité des paiements au détail ; autre conséquence importante du développement des systèmes de paiement ouverts : la concurrence des réseaux est la nouvelle forme de la concurrence des monnaies. Or la concurrence des réseaux est un processus hautement instable. L'utilisation des réseaux électroniques ouverts rend les banques dépendantes de la compétence et de la prudence, voire plutôt de l'imprudence, d'autres opérateurs : des serveurs d'information, des experts, de codage, des fournisseurs de logiciels spécialisés, des vendeurs de système, système de compensation privé, des entreprises de télécom, communication, etc., surtout que ces opérateurs ne sont pas tenus aux mêmes obligations présidentielles que les banques. De plus, cette vulnérabilité au risque est amplifiée par le caractère global, déterritorialisé des réseaux ouverts.

Notons que la caractéristique essentielle de la concurrence des réseaux est celle de la masse critique des utilisateurs.

Côté offre, cette caractéristique résulte des rendements croissants : coût fixe d'installation et de fonctionnement élevé, coût marginal pratiquement nul.

Côté demande, elle provient de l'externalité d'usage : la monnaie est d'autant mieux acceptée par chacun qu'elle est acceptée par autrui.

Il s'en suit qu'une concurrence de réseau, cherchant à atteindre leur masse critique, entraîne une instabilité des parts de marché.

Plus grave encore, l'éruption dans les services de paiement des géants de l'Internet, je veux parler des GAFAM, et donc le rôle de plus en plus important qu'ils jouent dans la gestion de la monnaie, dans les services financiers, l'assurance et le crédit sont des enjeux majeurs pour nos sociétés démocratiques. Une réponse ferme des pouvoirs publics s'impose pour éviter que cette mutation ne déstabilise toute la finance.

C'est le moment ici de revenir à la distinction au sein des formes nouvelles de monnaie de distinguer les ME et les MD (ou cryptomonnaies) :

Les monnaies digitales se distinguent des monnaies physiques, comme les billets, les pièces ou les monnaies locales, mais aussi des dépôts dans les banques ou de la monnaie électronique, encodée sur des cartes ou autres dispositifs, qui sont comme les monnaies digitales des actifs conservés sous forme numérique.

La différence entre les monnaies digitales et ces dernières catégories d'actifs est double (Pfister, 2017) :

- Les MD ne correspondent à aucune reconnaissance de dette, aucun engagement de la part de l'émetteur. Cet engagement est remplacé par l'exécution d'un protocole en qui les détenteurs placent leur confiance, plutôt qu'à un tiers comme une banque. Ceci leur permet d'effectuer des échanges de manière décentralisée ; on peut dire qu'Internet et la technologie de la blockchain sont des dynamiteurs des tiers de confiance.
- Les MD disposent d'un mécanisme d'échange qui permet le paiement et le règlement en ayant recours à la technologie du registre distribué (en anglais, *distributed ledger technology* ou DLT). Un registre distribué (DL) est un livre de comptes qui peut être partagé (« distribué ») et mis à jour en temps réel de manière sécurisée, via un réseau de « nœuds » c'est-à-dire d'ordinateurs. Le DL le plus connu est la *blockchain*, utilisée par toutes les monnaies digitales et ainsi nommée car les données y sont organisées sous forme de blocs, liés par des techniques cryptographiques. Le chaînage des blocs est typiquement atteint en imposant un processus de validation des blocs de transactions (également dénommé « consensus »). Ce processus, appelé « minage », expression imagée créant une analogie avec l'extraction de métal précieux, est concurrentiel. En effet, les mineurs (informaticiens) encourent un coût, sous forme d'énergie employée à résoudre un problème nécessitant une forte puissance de calcul ; celui qui y parvient le premier est récompensé par l'attribution d'unités créées à cette fin, permettant d'augmenter le stock de MD en circulation, ainsi que par une commission. En outre, la validation des transactions requiert l'accord d'une

majorité de nœuds, en principe opposée à une double dépense des unités qui, en privant la MD de sa crédibilité, en détruirait la valeur.

Les monnaies digitales émises au sein de systèmes publics ne sont pas capables de remplir les fonctions assignées à une monnaie (Yermack, 2013). Très peu de prix et de revenus étant exprimés en MD, elles ne servent pas d'unité de compte. Presque aucun commerçant ne les accepte comme instrument d'échange. Leur offre ne s'adaptant pas à la demande finale mais obéissant à une dynamique prédéterminée par un protocole, leurs cours contre monnaies légales sont beaucoup plus volatils que ceux de ces dernières entre elles, ce qui en fait de médiocres réserves de valeur. Néanmoins, certains facteurs peuvent susciter une demande de MD de la part du public : souci d'anonymat (blanchiment d'argent ?, activités illégales ?), motif de spéculation et envoi de fonds à l'étranger.

Le cas des MD soulève de plus en plus actuellement **la question de la Monnaie Digitale de BC.**

Une monnaie digitale de banque centrale (MDBC) serait émise par la banque centrale à parité avec la monnaie légale et ferait partie, à côté des billets et réserves (dépôts des banques auprès de la banque centrale), de la monnaie centrale (ou « base monétaire »).

Les motifs d'émission d'une MDBC et les formes qu'elle pourrait prendre peuvent varier selon qu'elle s'adresse au public (MDBC de détail) ou aux intermédiaires financiers (MDBC de gros). Dans les deux cas, il s'agirait de fournir un instrument de paiement dématérialisé sans risque de liquidité ou de crédit, à la différence des instruments émis par les autres agents, une banque centrale pouvant toujours émettre la monnaie légale et ne pouvant faire défaut.

La substitution de monnaie digitale de banque centrale aux autres formes de liquidités pourrait être forte. Autrement dit, il se peut que les ménages soient friands de cet actif sur liquide. Un tel appétit affecterait assez directement le comportement des clients des banques commerciales et, partant, des banques commerciales, elles-mêmes. Il faut donc aussi prendre en compte les comportements des banques dans l'intermédiation financière. Car l'émission de monnaie digitale de Banque centrale, en réduisant l'importance du cash et des dépôts bancaires, devrait modifier les systèmes de paiement en faveur des non-Banques. Les banques subiraient alors une concurrence de plus en plus forte sur les revenus qu'elles tirent de l'intermédiation des paiements. Pour tenter de maintenir leur rentabilité, les banques pourraient être tentées d'accroître les contributions qu'elles prélèvent sur les transactions qu'elles mènent à bonne fin. Et pour aussi chercher à compenser la perte de dépôts à vue par des dépôts termes et du financement, dans le marché de gros de la liquidité, plus cher et plus risqué. L'alternative enfin serait d'accepter de réduire la taille de leur bilan. Mais si elles ne pouvaient pas compenser intégralement la perte de leur dépôt par des actifs sûrs et liquides dans le marché de gros, les risques d'instabilité financière pourraient augmenter. Un risque systémique de type nouveau se produirait en cas de ruée vers la monnaie digitale de Banque centrale.

Si, en outre, la monnaie digitale de banque centrale n'est pas strictement domestique, c'est-à-dire si les non-résidents peuvent la détenir et l'utiliser dans les paiements, elle pourrait alors déstabiliser les agrégats monétaires nationaux par des substitutions entre devises, ce qui créerait des crises de change auxquelles les gouvernements réagiraient de manière peut-être chaotique.

UN FOCUS SUR LE SMI ET L'EURO

1) Cette dernière réflexion me donne une transition pour faire un focus sur le SMI, le Système monétaire international.

• Quand on a évoqué la création monétaire par les banques (5^{ème} caractéristique), on a eu l'occasion de montrer en quoi il est difficile de dire qu'il y a un réel *système* monétaire international parce que l'on est dans une situation très bancale. La logique voudrait qu'il y ait une sorte de monnaie internationale surplombant toutes les monnaies nationales, comme l'avait compris Keynes avec sa solution du « bancor » lors des discussions menées à Bretton Woods. Mais le point de vue de White l'a emporté, d'où le système dit de Bretton Woods tel qu'il a fonctionné jusqu'au début des années 1970.

Or, une monnaie internationale existe bien avec les DTS (droits de tirage spéciaux) et on peut dire que les DTS, créés par le FMI en 2009, sont un héritier du bancor de Keynes. Le DTS est la seule véritable monnaie mondiale qui fait l'unanimité et d'après les statuts du FMI, le DTS devrait constituer le

« principal instrument de réserve du SMI ». Mais comme l'écrivait en décembre 2019 José Antonio Ocampo (Finances et Développement), « le principal obstacle à l'utilisation des DTS tient à la division entre le compte des ressources générales et les comptes en DTS, qui limite les paiements en DTS entre les banques centrales. Si les deux comptes étaient fusionnés, il serait possible d'aller plus loin et de financer les programmes du FMI au moyen des DTS alloués, ce qui permettrait de *créer de la monnaie à l'échelle mondiale comme les banques centrales en créent à l'échelle nationale*. (...) Le plus simple serait de traiter les DTS que les pays membres détiennent comme des "dépôts" placés au FMI, que l'institution pourrait alors prêter aux pays dans le besoin. (...) Il faudrait bien entendu faire en sorte que toutes les banques centrales continuent à s'engager à accepter les DTS en paiement, ce qui leur donne la qualité de monnaie universelle ».

• Actuellement, une question est souvent posée : assiste-t-on à la « fin du roi Dollar ? »

La revue « L'Économie politique » a consacré tout son numéro de mai 2024 (n°102) à cette question.

Dans sa contribution, Jean-François Ponsot écrit en particulier :

« La dédollarisation au niveau international est à relativiser. Certes, la contestation du dollar est forte, en particulier de la part des Brics et l'érosion de sa suprématie a débuté. Mais le déclin d'une monnaie internationale hégémonique est un mécanisme qui prend beaucoup de temps, comme le faisait déjà remarquer Paul Krugman en 1980. Il existe ce que l'on pourrait appeler une inertie monétaire. Historiquement, la monnaie dominante le reste encore plusieurs décennies après le début de la fin de son empire. Les historiens ont ainsi montré que la monnaie romaine continuait à être utilisée un siècle après la chute de Rome. Autre exemple plus proche de nous, la fin de l'empire colonial britannique. Ce fut un processus long, qui a commencé lors de la Première Guerre mondiale. Mais ce n'est qu'en 1967, lorsque les anciennes colonies britanniques ont toutes décidé de convertir en dollars américains leurs réserves libellées en livres que la livre sterling a réellement perdu son statut de monnaie internationale hégémonique.

Par ailleurs, les projets alternatifs pour remplacer le dollar comme devise clé des relations internationales ne sont pour l'instant pas suffisamment aboutis ou restent confrontés à des écueils importants. L'idée d'une monnaie supranationale, sur le modèle du bancor imaginé par Keynes à la fin de la Seconde Guerre mondiale, est sur le papier une solution idéale, mais reste hélas utopique compte tenu des intérêts qu'elle remet en question. L'instauration d'un bancor supposerait non seulement un consensus international, mais également l'abandon par les Etats-Unis du privilège exorbitant du dollar et le retour à des changes fixes, ce qui réduirait considérablement les revenus de la finance internationale qui proviennent en majeure partie de la variation des taux de change.

Le scénario d'un système multipolaire avec plusieurs autres devises venant concurrencer le dollar est donc le plus probable, mais aucune aujourd'hui ne répond à toutes les caractéristiques nécessaires pour devenir une réserve de valeur au niveau mondial. Pour être hégémonique sur la planète, une monnaie doit avoir des marchés financiers larges et profonds, qui offrent toute une gamme d'actifs, développés et diversifiés. Il faut notamment des actifs sûrs, rôle joué par les bons du Trésor américain. L'euro n'offre pas aujourd'hui de tels actifs. La dette des Etats membres n'est pas la même pour les investisseurs. Ensuite, pour devenir une monnaie de réserve internationale, il faut le vouloir. Les États-Unis soutiennent activement les pays dont l'économie est dollarisée. L'Europe, elle, ne parle pas toujours d'une seule voix. Quant au renminbi, il n'est pas convertible facilement et les marchés financiers chinois sont moins importants que ceux des États-Unis. On se dirige donc vers une sorte de polycentrisme monétaire, une situation dans laquelle le dollar décline mais reste fort, l'euro joue les seconds rôles, et la monnaie chinoise s'internationalise par le biais des pays émergents et en développement, mais ne remplace pas entièrement le billet vert ».

2) Focus sur l'euro : la zone euro est-elle une « zone monétaire optimale » ?

Voir mon document
[content/uploads/2018/02/EURO2.pdf](https://christian-biales.fr/wp-content/uploads/2018/02/EURO2.pdf)

EURO2 : [https://christian-biales.fr/wp-](https://christian-biales.fr/wp-content/uploads/2018/02/EURO2.pdf)