

CHAPITRE 1

La monnaie

Mis à jour le 17 décembre 2018

L'approche la plus classique de la monnaie consiste à la définir par ses fonctions. La monnaie ne se résume toutefois pas à ce qu'elle fait, elle est aussi une institution s'appuyant, en son centre, sur la confiance, ce qui amène à s'interroger sur la nature de la monnaie (1). Elle s'inscrit dans des formes, dont l'évolution historique va vers une dématérialisation croissante (2). Enfin, sa création, qui est endogène, repose sur un partage des rôles et des fonctions entre banque centrale et banques commerciales, selon une architecture hiérarchisée (3).

1. La nature de la monnaie

1.1. « La monnaie est ce qu'elle fait » : l'approche instrumentale de la monnaie par ses fonctions

Les approches économiques de la monnaie l'appréhendent principalement de manière instrumentale, par les services qu'elle rend – selon la maxime de Francis Walker, « *Money is what money does* ». Plus précisément, la monnaie est souvent considérée comme une réponse aux frictions de l'échange qui existeraient en son absence, c'est-à-dire dans une économie non monétaire. Si l'intuition d'une telle approche est ancienne – la définition de la monnaie par ses fonctions se retrouve ainsi par exemple chez Aristote – elle n'a jamais cessé d'interroger (les économistes, mais pas seulement) : les problèmes que la notion de monnaie soulève sont parfaitement actuels et continuent à faire l'objet d'un foisonnement de travaux de recherche.

La première fonction traditionnellement assignée à la monnaie est celle d'unité de compte. La monnaie permet en effet d'évaluer et de comparer la valeur de biens hétérogènes, en les ramenant à un étalon unique instituant une équivalence générale entre les prix des biens échangés. L'utilité d'une telle fonction s'appréhende classiquement en

opposition à une économie non monétaire de troc, où chaque bien aurait un prix relatif exprimé par rapport à chacun des autres biens existants. Alors, l'introduction de la monnaie peut se lire comme une simplification technique – c'est notamment l'approche retenue par Walras, selon Arrow et Debreu, dans l'exposition de sa théorie de l'équilibre général – rendant les différents biens aisément comparables et permettant de réduire les coûts de transaction.

Au-delà d'une simplification technique, l'introduction de la monnaie résulte d'un choix collectif. L'unité de compte est à cet égard l'institution à laquelle on se réfère pour procéder à l'échange. L'unité de compte n'est donc pas qu'une facilité de calcul, elle est aussi un rapport social (*via* l'acceptation collective).

La fonction de la monnaie n'est cependant pas seulement de mesurer : elle permet aussi d'acquérir n'importe quel bien ou service dans une économie. **Elle constitue ainsi un intermédiaire des échanges ; c'est la deuxième fonction qui lui est traditionnellement assignée.** Là encore, l'utilité de la fonction est souvent (chez Adam Smith, par exemple) décrite en opposition à une économie de troc, où un agent disposé à échanger un bien contre un autre ne trouvera pas nécessairement une contrepartie détenant le bien qu'il désire et disposée à accepter le sien en échange. L'usage d'une « monnaie d'échange » permet de régler ce problème classique de double coïncidence des besoins, qui peut limiter les possibilités d'échange. Selon la formule d'Irving Fisher, « *Tout droit de propriété susceptible d'être généralement accepté dans l'échange peut être appelé monnaie* ». Pour les économistes classiques, cette fonction est première, et, dans le cadre d'une hiérarchie des fonctions de la monnaie, la fonction d'unité de compte ne fait qu'en découler. Dans le courant néoclassique, l'émergence de la monnaie depuis une économie de troc est notamment décrite

dans les travaux de Menger, selon lequel un bien s'impose comme monnaie à la suite d'un processus de sélection de l'instrument le plus commode d'échange. Ce bien peut s'imposer d'une part, du fait de caractéristiques propres d'un « bon » intermédiaire des échanges ¹, et d'autre part du fait d'effets de réseau liés à son acceptabilité ². Le choix par une communauté d'utilisateurs d'utiliser une forme de monnaie plutôt qu'une autre résulte ainsi partiellement de comportements auto-réalisateurs.

La troisième fonction traditionnellement assignée à la monnaie est celle de réserve de valeur : la monnaie permet de différer, dans le temps, l'utilisation de son pouvoir d'achat. Cette fonction n'a pas toujours fait historiquement consensus chez les économistes. Elle est en particulier absente de l'analyse des économistes classiques (pour lesquels utiliser la monnaie comme réserve de valeur signifie détenir une encaisse oisive ce qui est contraire au bon sens – il n'y a pas de thésaurisation). En outre, comme le souligne John Hicks, l'utilisation de la monnaie comme réserve de valeur est discutable si d'autres actifs existent qui la dominent en termes de rendement (immobilier par exemple) – la monnaie n'étant pas rémunérée. Ce rôle est au contraire pour d'autres absolument central. C'est en particulier le cas de Keynes ³, selon qui « *l'importance de la monnaie découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et l'avenir* ». Keynes appuie ainsi une partie de son analyse d'une économie monétaire sur le fait que les agents peuvent souhaiter conserver de la monnaie pour motif de précaution (se prémunir contre les aléas du futur) et motif de spéculation (attente que se présentent d'autres opportunités de placement). Par rapport aux autres actifs susceptibles d'être détenus à concurrence comme réserve de valeur, Keynes met en avant la liquidité de la monnaie, disponible dans les échanges de manière immédiate et sans risque.

1.2. La monnaie est plus que ce qu'elle fait : la monnaie comme institution et le rôle de la confiance

Au-delà de leur diversité, les différentes approches consistant à appréhender la monnaie *via* le prisme de ses fonctions ont généralement en commun de qualifier les propriétés de la monnaie par différence avec des économies non monétaires théoriques, le troc notamment, où sont caractérisés l'économie et l'équilibre en l'absence de monnaie. Or la monnaie ne se résume pas à ses fonctions, et son étude peut être complétée par d'autres approches ⁴ complémentaires, qui suggèrent que le troc n'a existé que dans des cas très particuliers, que la forme alternative à la monnaie dans les sociétés dites « sans monnaie » reposait sur une organisation des échanges par des formes de contrats de dette, et que l'utilisation de la monnaie comme mesure de valeur ne découle pas naturellement de la recherche d'un palliatif aux frictions de l'échange.

La validité historique du troc comme forme d'échange précédant la monnaie dans des sociétés « primitives » est ainsi fortement contestée. En effet, de nombreux travaux soulignent que la forme dominante d'échange dans les sociétés dites « primitives » n'est pas assimilable à une forme d'échange marchand « sans monnaie » ⁵, à l'instar du troc tel qu'appréhendé dans la théorie instrumentale de la monnaie ⁶. Dans ces sociétés, il s'agit d'abord de résoudre des problématiques de lien social, de redistribution ou de réciprocité. La monnaie peut alors se voir avant tout comme une convention sociale (pas seulement dans l'acception juridique du terme), voire une technologie sociale ⁷.

Dans une telle perspective, on peut considérer la monnaie comme résultant d'abord d'actes souverains, ce qui désigne d'une part le cours légal (cf. encadré 1), mais pas uniquement. Ainsi, Georg Friedrich Knapp considère comme monnaie toute chose que l'État décide d'accepter comme

- 1 Au vu notamment de critères de disponibilités, de standardisation, de facilité de transport, de divisibilité. Toutefois, ces critères renvoient plutôt à des biens matériels, et sont moins pertinents dans un contexte où l'essentiel de la monnaie en circulation prend une forme dématérialisée.
- 2 Plus nombreux sont les agents utilisant le bien comme moyen d'échange, plus le bien est à même de remplir sa fonction de moyen d'échange auprès d'un large réseau de contreparties, et plus les agents sont en conséquence incités à l'utiliser comme tel.
- 3 Pour qui la monnaie est plus qu'un simple instrument et qui ne partage donc pas cette approche instrumentale.
- 4 Qui s'appuient notamment sur des matériaux historiques et anthropologiques. En économie, on pourra notamment penser aux travaux de Heinsohn et Steiger dans les années 1980, ou par la suite de Larry Randall Wray – se référer par exemple à *Introduction to an Alternative History of Money*, L. R. Wray, *Levy Economics Institute Working Paper*, 2012 –, ou encore de David Andolfatto.
- 5 Qui servirait à parvenir à des allocations de ressources mutuellement bénéfiques pour les participants à l'échange.
- 6 Par exemple, Marcel Mauss souligne dans son *Essai sur le don*, 1923, que la forme dominante d'échange dans nombre de sociétés primitives n'est pas le troc, mais le don. Bronislaw Malinowski dans *Les Argonautes du Pacifique Occidental*, 1922, s'attache à décrire la circulation, dans les îles Trobriand, d'objets ne revêtant aucune utilité pratique et qu'il explique par un objectif unique de tisser des relations.
- 7 Le terme est employé par Geoffrey Ingham dans *The Nature of Money*, 2004 et notamment repris récemment par Felix Martin dans *Money : the unauthorised biography*, 2013.

paiement des impôts, qu'elle ait un cours légal ou non. Alors, la monnaie n'apparaît pas tant comme moyen permettant de réduire les frictions de l'échange et émergeant hors de toute intervention politique hiérarchique, que comme unité de compte dans laquelle les dettes envers le « palais » (obligations fiscales) sont mesurées. En l'acceptant en paiement de ses créances, l'État pose les conditions de la demande de ce qu'il considère comme une monnaie, et qui peut par la suite être utilisé dans le cadre de transactions contractées dans la sphère privée des agents. Selon la formule de Keynes, l'État écrit et impose en même temps le dictionnaire. **Le rôle de l'État dans l'acceptation de la monnaie comme référent commun dans les échanges est ainsi central.**

Comme le démontre la simple existence de crises monétaires, l'État n'a pour autant pas de contrôle absolu sur les pratiques monétaires et il ne suffit pas qu'il décrète qu'un instrument est monnaie pour qu'une acceptation unanime s'ensuive nécessairement. Par exemple, en France, l'épisode de l'émission disproportionnée entre 1789 et 1796 de plusieurs milliards d'assignats gagés sur les biens confisqués au clergé⁸ s'est soldé par un échec, malgré la déclaration de leur cours forcé en 1790 et la sanction de peine de mort en cas de non-acceptation adjointe à ce cours forcé dès 1793. La valeur des assignats durant la période s'est continûment dépréciée par rapport à la monnaie métallique, et, démonétisé par un refus général avant de l'être par la loi en 1796, l'assignat a contribué au discrédit du régime politique révolutionnaire. Ainsi, si l'État peut contribuer à ancrer l'acceptation d'un instrument comme monnaie, un doute sur la qualité des actifs qui garantissent cette monnaie et justifie sa valeur (par exemple l'économie d'un pays) peut conduire au rejet d'une monnaie en faveur d'autres modes de conservation du pouvoir d'achat jugés plus sûrs. Dès lors, la notion de confiance

apparaît comme centrale dans le cas de la monnaie : cette confiance concerne la qualité du réseau monétaire⁹ et des garanties qu'il offre. Ces garanties se traduisent par exemple, dans le cas d'une monnaie comme l'euro, par le cours légal (cf. encadré 1) dont bénéficient les pièces et les billets, et contribuent à ancrer leur efficacité comme unité de compte.

S'assurer de la présence des conditions fondamentales de la confiance du public dans la monnaie constitue par ailleurs la mission fondamentale de la banque centrale, qui se décline dans l'ensemble de ses activités. Elle s'illustre ainsi avec l'ambition de la banque centrale de proposer des technologies d'émission des billets les plus sécurisées possibles, afin d'empêcher la contrefaçon. Elle se manifeste aussi, dans le cas particulier de la Banque de France (en tant que membre de l'Eurosystème), par les missions qui lui sont conférées par le Code monétaire et financier¹⁰ de veiller, d'une part, à la sécurité des moyens de paiements scripturaux et, d'autre part, au bon fonctionnement des systèmes de paiement. Elle explique encore les exigences réglementaires s'appliquant aux activités des établissements de crédit, qui sont à la source de l'essentiel de la création monétaire (cf. section 3 du présent chapitre). Elle se matérialise enfin par l'objectif de stabilité des prix assigné à la politique monétaire de l'Eurosystème, qui permet à l'euro de maintenir dans le temps son pouvoir d'achat (et d'être ainsi une réserve de valeur stable).

2. Les formes de la monnaie

2.1. De la monnaie marchandise à la monnaie métallique

De l'Antiquité jusqu'au XIX^e siècle, certaines régions du monde ont utilisé des monnaies marchandises pour leurs échanges – c'est-à-dire que l'instrument support de la monnaie peut-être désiré

8 En 1796, le montant total des assignats en circulation est d'environ 45 milliards de livres, contre une estimation des biens du clergé comprise entre 2 et 3 milliards.

9 Compris comme l'ensemble des parties prenantes et institutions impliquées dans l'émission et la circulation de la monnaie.

10 Pour plus d'informations : <https://www.banque-france.fr/page-sommaire>

pour lui-même, et remplit des besoins non liés à l'échange (coquillages, bétail, blé, thé, fèves, etc.). Au fil du temps, ces formes de monnaie ont évolué vers la monnaie métallique, celle-ci tirant sa valeur du métal qu'elle contenait (or, argent). Les métaux utilisés présentaient généralement la caractéristique d'être fongibles, d'avoir une forte valeur marchande, d'être divisibles et d'être rares. La monnaie métallique s'est historiquement échangée sous forme pesée (par exemple en Égypte, deux mille ans avant notre ère), comptée (vers 800 avant Jésus-Christ, les lingots furent divisés en pièces, invention qui se généralisa sous l'Antiquité, en Grèce puis à Rome d'une part, ainsi qu'en Chine, en Inde et dans le monde islamique d'autre part) ou frappée (la frappe indiquant le poids de la pièce ; les premières pièces modernes remontent au VI^e siècle avant Jésus-Christ en Lydie ¹¹ d'abord, puis en Grèce). Petit à petit, le caractère précieux du métal s'est détaché du numéraire apposé par frappe sur la pièce (cf. encadré 2). Néanmoins, au cours du XIX^e siècle, de la fin des guerres napoléoniennes au déclenchement de la Première guerre mondiale, le monde a vécu sous le régime de l'étalon-or, dans lequel les monnaies nationales étaient définies par leur poids en or (et/ou en argent). En France, la dernière référence à l'or remonte au franc « Poincaré » en 1926. Mais l'émission excessive de monnaie destinée à financer l'effort de guerre en 1914-1918 ainsi que la crise de 1929 et ses suites ont contraint l'ensemble des pays à abandonner toute convertibilité effective des billets en or. L'or a continué toutefois, dans le cadre du régime de l'étalon de change or (ou gold exchange standard) institué par les accords de Bretton Woods de 1944, à jouer un rôle sur le plan international jusqu'en 1976, date de sa démonétisation complète. Seuls figurent maintenant sur les pièces la valeur en unité de compte, et le sceau de l'émetteur ; on parle alors de monnaie divisionnaire. Cette forme de monnaie constitue la première forme

de monnaie fiduciaire (du latin *fiducia* signifiant confiance), dont la valeur faciale est parfaitement distincte de la valeur intrinsèque (la valeur du poids de métal). La monnaie divisionnaire représente aujourd'hui environ 1 % du stock de monnaie circulant dans l'économie française (agrégat M1, voir 2.4).

2.2. Le développement de la monnaie papier

La monnaie papier constitue une étape importante dans le processus de dématérialisation des instruments monétaires, puisque sa valeur faciale est dès le départ totalement dissociée de la valeur intrinsèque de son support. Par ailleurs, alors que les billets étaient initialement adossés à un sous-jacent disposant d'une valeur intrinsèque, ils s'en sont progressivement détachés. En effet, les premiers billets prennent la forme de « certificats de dépôts » échangeables contre des métaux précieux laissés en dépôt dans les coffres des banques, puis contre de la monnaie divisionnaire. On fait remonter leur apparition au X^e siècle en Chine, et aux XVI^e-XVII^e siècles en Europe où ils étaient notamment utilisés par les marchands de Venise ou d'Amsterdam. Dans ces cas, la valeur de l'instrument n'est pas intrinsèque, mais dépend de la crédibilité de la promesse de conversion de l'émetteur ¹². Petit à petit toutefois, le volume des billets est devenu supérieur à l'encaisse métallique des banques, qui comptaient que l'ensemble des porteurs n'en demanderait pas la conversion en même temps et les ont donc émis en partie « à découvert », endossant ainsi un risque de faillite. En France, la Banque de France a reçu en 1848 le monopole de leur émission. **Ainsi, le billet constitue, à l'instar de la monnaie divisionnaire, la seconde forme de monnaie fiduciaire** (il représente aujourd'hui environ 12 % du stock de monnaie circulant dans l'économie française) : la monnaie papier représente une reconnaissance de dette de la banque centrale (et figure à ce titre au passif du bilan de cette dernière).

11 Les Lydiens étaient un peuple indo-européen qui occupait le centre de la Turquie actuelle.

12 C'est-à-dire, dans ce contexte, de la confiance du porteur dans la qualité et la quantité de métaux précieux que l'émetteur conserve dans ses coffres.

Encadré n° 1 : La notion de cours légal

La monnaie fiduciaire se compose des billets et des pièces. En général, les billets sont émis par la banque centrale, tandis que les pièces sont émises par le Trésor (elles sont ensuite physiquement mises en circulation par la banque centrale).

La notion juridique de cours légal désigne le fait que, sur le territoire où celui-ci s'applique, personne ne peut refuser de recevoir en règlement d'une dette libellée dans une unité monétaire donnée, de la monnaie fiduciaire (billets de banque et pièces de monnaie) bénéficiant du cours légal. Elle permet aux autorités publiques d'imposer le pouvoir libératoire de cette monnaie.

La notion de cours légal est ainsi différente de celle de cours forcé. Dans le premier cas, le créancier est obligé d'accepter la monnaie en paiement sans que sa valeur soit fixée par rapport à un autre actif (métal précieux, autre monnaie). Dans le second cas, il s'agit d'une inconvertibilité qui dispense les banques d'émission d'échanger le papier monnaie contre du métal précieux ou une autre monnaie; mais on peut considérer qu'elle en constitue un corollaire, le cours légal visant, une fois l'inconvertibilité d'un instrument prononcée, à protéger ses porteurs de sorte qu'ils ne puissent se le voir refuser en paiement (condition fondamentale de son acceptabilité).

La notion de cours légal est ainsi différente de celle de cours forcé (inconvertibilité dans l'actif sous-jacent lorsque la monnaie était définie par un poids de métal), mais on peut considérer qu'elle en constitue un corollaire, le cours légal visant, une fois l'inconvertibilité d'un instrument prononcée, à protéger ses porteurs de sorte qu'ils ne puissent se le voir refuser en paiement (condition fondamentale de son acceptabilité).

La notion de cours légal n'est toutefois pas appréhendée de la même manière dans toutes les juridictions et dans tous les contextes ¹. Dans l'Eurosystème, les textes ² indiquent que « l'Union établit une union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro », et que « les billets de banque émis par la BCE et les banques centrales nationales sont les seuls à avoir cours légal dans la Communauté ». Pour préciser cette notion, la Commission européenne a adopté le 22 mars 2010 une recommandation sur l'étendue et les effets du cours légal des billets et des pièces en euros. Les différents États membres ne donnent toutefois pas tous la même force juridique à la notion de cours légal.

En droit français, l'article 1343-3 nouveau du Code civil dispose que « le paiement en France d'une obligation de somme d'argent s'effectue en euros » et l'article R. 642-3 du Code pénal français sanctionne le refus d'accepter en paiement les billets et les pièces ayant cours légal : le cours légal s'applique bien alors au support de l'unité de compte. Par ailleurs, l'article 442-4 du Code pénal rend passible de cinq ans de prison et 75000 euros d'amende « la mise en circulation de tout signe monétaire non autorisé ayant pour objet de remplacer les pièces de monnaie ou les billets de banque ayant cours légal en France ». On notera aussi que la force du cours légal est atténuée par des dispositions obligeant un créancier à effectuer, au-delà d'un certain montant, ses paiements par voie scripturale. Par ailleurs, l'obligation faite au créancier d'accepter de recevoir en paiement une forme monétaire ayant cours légal ne lui interdit pas d'exiger du débiteur de faire l'appoint.

¹ Pour un aperçu plus général des divergences d'approche, le sujet est traité en annexe du rapport du CPSS, *The role of central bank money in payment systems*, août 2003 : <https://www.bis.org/cpmi/publ/d55.pdf>

² Article 3.4. du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, transposé en France à l'article L. 111-1 du Code monétaire et financier.

2.3. Le rôle grandissant de la monnaie scripturale

La monnaie scripturale est ainsi nommée car elle se matérialise par une inscription en compte dans le livre de l'entité émettrice, inscription qui constitue une reconnaissance de dette de l'entité émettrice.

Son apparition est antérieure à celle des pièces et des billets de banque : on en retrouve ainsi des traces dès 1800 avant notre ère, sur des tablettes en Mésopotamie. Les Grecs et les Romains connaissaient déjà les virements entre comptes, de même que les Arabes qui les utilisaient au IX^e siècle. Ces virements

connaissent un développement croissant à partir du XII-XIV^e siècle, dans des foires marchandes d'Europe où les transactions pouvaient s'effectuer *via* des lettres de change (reconnaisances de dette entre négociants, ancêtre du chèque bancaire). La généralisation de ces techniques va donner naissance à de vastes systèmes de compensation multilatérale dans lesquels des intermédiaires spécialisés – les banquiers – vont s'interposer pour centraliser les lettres de change, évaluer la qualité de celles-ci, et effectuer les opérations de change lorsque celles-ci sont libellées dans des monnaies différentes. Se mettent ainsi en place les premiers systèmes de paiement centralisés qui préfigurent les systèmes de paiement modernes.

Ce n'est qu'à une période plus récente, avec l'apparition, à partir du Moyen-Âge, du recours à l'escompte (opération de crédit par laquelle une banque consent une avance à son client, égale au prix de marchandises représentées par des effets de commerce que le client endosse au profit de la banque) que s'est effectuée la diffusion de la monnaie scripturale dans le public. La monnaie scripturale comprend les avoirs en compte de la clientèle auprès des banques et les avoirs des banques commerciales auprès de la banque centrale (réserves). Le chapitre 2 de cet ouvrage est plus spécifiquement dédié aux modalités de circulation de la monnaie scripturale.

2.4. Monnaie comptable et monnaie statistique

Si la monnaie scripturale est parfois qualifiée de monnaie de crédit¹³, d'un point de vue comptable ce n'est pas seulement la monnaie scripturale, mais bien **l'ensemble de la monnaie sous toutes ses formes actuelles qui prend, toujours, la forme d'une créance sur son émetteur**, ou d'une dette du point de vue de celui-ci : une créance sur la banque centrale¹⁴ inscrite au passif de celle-ci, pour la monnaie fiduciaire ou pour les réserves des banques, et une créance sur les banques commerciales, pour la monnaie scripturale commerciale.

Cette dette a la particularité, par rapport à d'autres formes de dette, de circuler dans l'économie et d'être acceptée comme moyen de paiement.

En termes statistiques, l'Eurosystème appréhende la monnaie *via* une batterie d'indicateurs qui regroupent tous les actifs permettant des achats de biens et services ou le règlement d'une dette sur un territoire donné, facilement convertibles en moyens de paiement avec un faible risque de perte en capital.

Il distingue en particulier trois grands agrégats statistiques imbriqués, du plus liquide au moins liquide, et mettant en relation un secteur dit « émetteur de monnaie », le secteur des institutions financières monétaires¹⁵, et les autres secteurs de l'économie :

(1) **M1**, le plus liquide, qui comprend les pièces et les billets en circulation ainsi que les dépôts à vue : c'est la masse monétaire au sens étroit, et qui correspond à la vision intuitive de la monnaie et aux avoirs les plus liquides et facilement mobilisables.

On distingue parfois l'agrégat M0, aussi appelé « base monétaire », qui représente les pièces et billets en circulation ainsi que les avoirs en monnaie scripturale détenus auprès de la banque centrale. L'agrégat M0 permet de mettre en lumière le rôle de la banque centrale dans le processus de création monétaire, mais n'est pas considéré comme faisant intégralement partie de la masse monétaire (au sens des conventions statistiques) car une partie de ses composants (les réserves des banques) ne circule pas entre l'ensemble des agents économiques, mais seulement entre banques ;

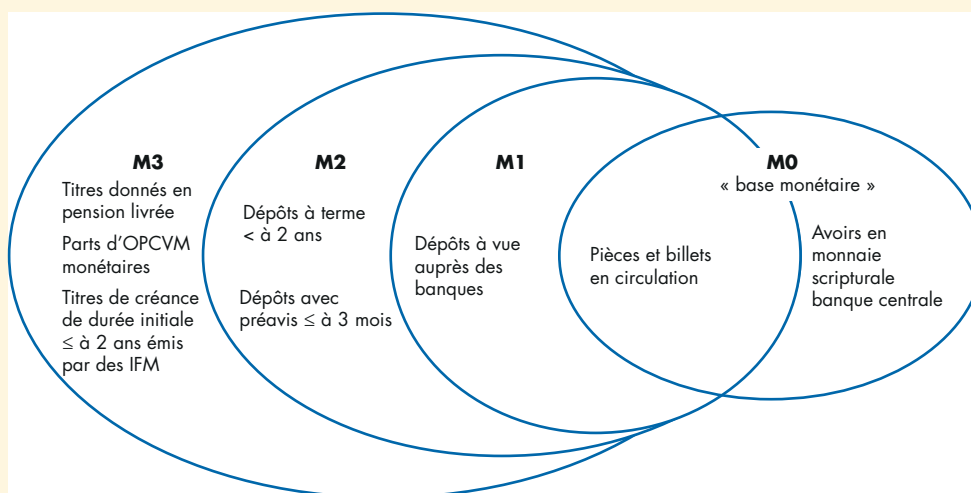
(2) **M2**, qui contient l'agrégat M1, ainsi que les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois et les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ;

13 Car créée dans une large mesure à partir des opérations de crédit consenties par les banques commerciales. Ce point est détaillé dans la partie 3.1.

14 En règle générale, ce sont seulement les billets qui figurent au passif de la banque centrale et non les pièces (qui sont émises par le Trésor public, même si elles sont ensuite physiquement mises en circulation par la banque centrale). Une exception notable est celle du Franc Pacifique (CFP) : les billets mais aussi les pièces en CFP sont en effet émis par l'Institut d'émission d'outre-mer (IEOM) et figurent ensemble au passif du bilan de celui-ci (poste « billets et pièces en francs CFP en circulation »).

15 Qui comprennent les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation européenne et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières.

La base monétaire et les instruments constituant les agrégats monétaires



(3) **M3**, qui contient M2 ainsi que les instruments négociables sur le marché monétaire émis par les institutions financières monétaires, et qui représente des avoirs dont le degré de liquidité est élevé avec peu de risque de perte de capital en cas de liquidation (par exemple : OPCVM¹⁶ monétaires, certificats de dépôts) ; c'est la masse monétaire au sens le plus large.

Les placements à long terme (plans d'épargne logement, placements en obligations) et les placements plus risqués sont en revanche exclus de la définition de la masse monétaire.

2.5. La monnaie électronique : une forme spécifique de monnaie dédiée aux transactions

Aux termes de l'article L. 315-1 du Code monétaire et financier¹⁷, la monnaie électronique est définie comme « une valeur monétaire qui présente la spécificité d'être stockée sous forme électronique, et qui représente une créance sur son émetteur ». Elle doit en outre respecter une série de conditions, à savoir être

émise contre remise de fonds¹⁸, et être acceptée pour une opération de paiement par une personne morale ou physique autre que l'émetteur. Un détenteur de monnaie électronique doit donc préalablement créditer un compte de monnaie électronique tenu soit par un établissement de monnaie électronique, soit par un établissement de crédit.

Conçue à l'origine pour définir les unités monétaires stockées sur des supports physiques, de type carte prépayée, le concept de monnaie électronique a ensuite été étendu à la tenue de compte en ligne fonctionnant sur le même principe de pré-alimentation. Dans un cas comme dans l'autre, la vocation des services de monnaie électronique est avant tout transactionnelle :

- les cartes prépayées servent ainsi comme moyen de paiement alternatif aux cartes de paiement classique, au chèque ou aux espèces pour le règlement des transactions au point de vente, et s'appuient sur certains cas d'usage spécifiques, tels que les cartes cadeaux par exemple ;

¹⁶ Organisme qui emploie les fonds de ses clients à des placements à court terme. Les Sicav (sociétés d'investissement à capital variable) constituent avec les FCP (fonds communs de placement) les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Les titres d'OPCVM monétaires peuvent être instantanément rachetés sans risque important de perte en capital, ce qui les rend proches des placements liquides tels que les livrets.

¹⁷ En transposition en droit français de la deuxième directive européenne sur la monnaie électronique (DME2)

¹⁸ De ce fait, il ne peut y avoir de création autonome et spontanée d'une sphère monétaire de monnaie électronique, l'émission étant systématique adossée à la remise de fonds en monnaie officielle. Cette caractéristique différencie de façon fondamentale la monnaie électronique et les crypto-actifs (voir 2.7 et chapitre 20).

- sous forme de compte en ligne, la monnaie électronique permet un paiement direct entre clients d'un même émetteur, sans avoir à recourir aux moyens de paiement interbancaires classiques (carte, virement, prélèvement, chèque), ce qui se traduit généralement par des paiements crédités quasi immédiatement sur le compte du bénéficiaire et une facturation unique par l'émetteur. En outre, le caractère prépayé du compte constitue une mesure efficace contre la fraude, le compte de monnaie électronique ne pouvant pas être mis à découvert en cas d'usurpation de l'identité du payeur par un fraudeur. Du fait de ces caractéristiques, la monnaie électronique sous cette forme a rencontré un certain succès avec l'essor des transactions entre particuliers sur internet, comme en témoigne le rôle central joué par PayPal dans les échanges de ce type.

2.6. Les monnaies locales complémentaires

Introduites dans le Code monétaire et financier par la loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014, les monnaies locales complémentaires peuvent être définies comme des monnaies non officielles, dont l'utilisation est restreinte à une zone géographique limitée, et créées dans le but de servir d'instruments d'échange de complément à la monnaie ayant cours légal. L'émission de ces monnaies s'inscrit souvent dans un projet politique ou associatif visant à favoriser l'inclusion sociale et le développement local ; ainsi, conformément au titre de l'article L. 311-5 du Code monétaire et financier, ces monnaies ne peuvent être émises que par des entreprises respectant les principes de l'économie sociale et solidaire.

Le statut de ces monnaies locales est néanmoins complexe, et varie selon le support utilisé pour leur émission, qui peut prendre trois formes : celle de titre-papier, de monnaie scripturale ou de monnaie électronique. La nature du support a des conséquences directes sur

la qualification juridique de la monnaie locale, ainsi que sur le régime d'agrément par l'ACPR et de surveillance par la Banque de France (cf. chapitre 3) des entreprises émettrices. N'étant pas libellées en euro, elles ne sont pas des monnaies ayant cours légal et peuvent ainsi être refusées en paiement, y compris dans leur zone géographique d'émission. Toutefois, dans la mesure où les monnaies locales complémentaires présentent la caractéristique d'être à la fois reconnues par le Code monétaire et financier et émises selon une stricte parité avec l'euro par des entreprises spécifiques et contrôlées, elles peuvent être considérées comme des moyens de paiement au sens légal, dès lors qu'elles respectent certaines spécificités selon les supports sur lesquels elles sont émises¹⁹. Si les titres de monnaie locale complémentaire ne respectent pas ces spécificités, ils ne sont plus considérés comme des moyens de paiement et tombent hors du champ de la réglementation.

En France, plus d'une soixantaine de projets de monnaies locales complémentaires existent ou ont été lancés. Ces systèmes s'inspirent d'initiatives étrangères de longue date, telles que les « *Local Exchange Trading Systems* » (LETS) canadiens – qui existent depuis le début des années 1980 et encouragent l'échange ou le commerce régional fondé sur l'utilisation d'une monnaie locale complémentaire – ou encore le *Wir* en Suisse, monnaie complémentaire gérée par la banque WIR depuis 1934, dont le but est de faciliter l'entraide et, éventuellement, les prêts entre les sociétés coopératrices du réseau (près de 60 000 aujourd'hui).

2.7. Les crypto-actifs, ces prétendues monnaies qui n'en sont pas

Les crypto-actifs, tels que le bitcoin ou l'éther, sont nés au début des années 2010, dans le sillage du développement à l'échelle mondiale de communautés dites « virtuelles », c'est-à-dire rassemblant des internautes au moyen d'outils d'interaction numériques (chat, forum, etc.).

¹⁹ Voir *Les monnaies locales*, La revue de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, n° 14, Septembre-Octobre 2013, p. 14-15.

Encadré n° 2 : De l'inefficacité des régimes monétaires métalliques à l'inefficacité du bitcoin comme régime monétaire

L'avantage principal avancé par certains pour défendre les monnaies assises sur des métaux précieux comme l'or, consiste à souligner qu'ainsi, la politique monétaire serait totalement déterminée par le stock existant de métal détenu par la banque centrale; la masse monétaire étant limitée par son offre « naturelle », il serait ainsi peu probable que les pouvoirs publics puissent créer de l'inflation à une échelle significative, par exemple pour dévaloriser la dette publique. La relation instaurée entre la quantité de métal et l'émission permettrait de protéger la monnaie de l'arbitraire de l'autorité chargée de l'administrer. Toutefois, dans les régimes de type étalon-or, la relation entre les quantités de métaux précieux et la quantité de monnaie émise n'est en réalité pas mécanique, dans la mesure où le déterminant de leur stabilité repose en réalité sur la crédibilité de la promesse de conversion (que la couverture par des stocks d'or peut certes aider à asseoir). On notera par ailleurs que dans les faits, l'État a été capable de briser la relation entre quantité de métal et valeur de la monnaie : ce fut le cas en France avec la dévaluation Poincaré ¹.

Une partie de la rhétorique de promotion des crypto-actifs ² comme le bitcoin ramène aux régimes monétaires métalliques, et la référence aux métaux précieux et à l'or est omniprésente dans le discours de ces communautés, qui met en avant la rareté programmée dans le protocole du nombre d'unités en circulation (21 millions d'unités à terme pour ce qui concerne le bitcoin) : pour un certain nombre de ses défenseurs, le bitcoin est une forme d' « or digital », qu'il s'agit de « miner » jusqu'à épuisement de la ressource.

Ce type d'argument méconnaît en premier lieu le coût de tels mécanismes en termes de stabilité économique ³. En effet, les arrangements des régimes monétaires métalliques ont pu pâtir du fait que l'évolution du stock d'or, et donc de l'offre de monnaie, dépendent des aléas des découvertes de minerai (chocs exogènes et aléatoires affectant l'offre de monnaie), et non de l'activité économique et du volume des transactions. De manière générale, ce régime possède un biais déflationniste qui se révèle problématique dans les économies d'endettement, comme le sont généralement les économies modernes ⁴. C'est donc l'inverse des politiques monétaires actuelles dans les grandes économies développées, qui laissent au contraire varier la quantité de monnaie disponible pour assurer une stabilité des prix. Par ailleurs, la période de l'étalon or s'est caractérisée par une grande variabilité de production : dans le cadre contraignant posé par ce type de régime, l'offre de monnaie étant déterminée uniquement ⁵ par la balance des paiements, les ajustements macroéconomiques doivent se faire partiellement par les variations de prix et de salaires, durant généralement un laps de temps long (du fait de rigidités). Durant cette période, en cas de choc négatif, l'économie fait généralement face à une récession.

De façon encore plus accentuée que dans le cas des régimes monétaires métalliques, le bitcoin ne possède aucune caractéristique d'absorption de chocs et rien ne garantit que son rythme d'émission puisse accompagner de manière réactive l'activité économique, dans la mesure où il en est complètement décorrélé et où il ne repose sur aucun sous-jacent économique réel. Si l'on considère que l'efficacité d'un système monétaire est subordonnée à sa capacité à assurer la stabilité économique, le système proposé par les promoteurs du bitcoin n'est pas efficace.

Par ailleurs, la promotion de systèmes monétaires métalliques ou de type bitcoin méconnaît la nature de la monnaie comme permettant la mesure et la circulation de créances et de dettes, et dont la valeur n'a rien à voir avec celle de son support (qu'il soit matériel ou immatériel, comme dans le cas du bitcoin).

¹ Paradoxalement permise par l'augmentation considérable du stock de métaux précieux au XIX^e siècle.

² Cf. chapitre 20.

³ Pour plus de détails, se référer au Focus Banque de France « Qu'est-ce que l'étalon-or ? », publié en 2010.

⁴ Cette difficulté liée à la déflation est moins vraie dans le cas d'économies sans dette, qui prévalaient à l'époque des régimes monétaires métalliques. En effet, si une baisse de prix avait lieu, c'était une baisse de tous les prix, de façon proportionnelle. La déflation n'entraînait pas de distorsion relative des prix, comme dans le cas d'économies d'endettement.

⁵ À quantité d'or égale dans le système.

Souvent désignés par abus de langage sous le terme « monnaies virtuelles » ou « crypto-monnaies », ces actifs sont définis juridiquement en France comme « tout instrument contenant sous forme numérique des unités de valeur non monétaire pouvant être conservées ou être transférées dans le but d’acquérir un bien ou un service, mais ne représentant pas de créance sur l’émetteur »²⁰.

Les crypto-actifs ne remplissent pas ou que très partiellement les trois fonctions dévolues à la monnaie (cf. encadré 2) :

- d’abord, leur valeur fluctue très fortement et est incertaine, ce qui ne permet pas d’en faire des unités de compte. De fait, très peu de prix sont exprimés dans ces crypto-actifs ;
- ensuite, comme intermédiaire des échanges, les crypto-actifs sont bien moins efficaces que la monnaie qui a cours légal, dans la mesure où i) la volatilité croissante de leurs cours rend de plus en plus difficile leur utilisation comme moyen de paiement et ii) ils induisent des frais de transactions qui sont démesurés pour de simples opérations de détail ;
- enfin, l’absence de sous-jacent réel²¹ couplée à leur volatilité ne permet pas non plus d’en faire des réserves de valeur crédibles. En effet, les crypto-actifs sont généralement émis en fonction d’une puissance de calcul informatique, sans considération des besoins de l’économie et de ses échanges.

Au plan juridique, les crypto-actifs ne sont pas reconnus comme monnaie ayant cours légal, ni comme moyen de paiement :

- selon l’article L. 111-1 du Code monétaire et financier (CMF), « La monnaie de la France est l’euro » et c’est ainsi la seule monnaie ayant cours légal en France. De ce fait, il est possible de refuser les crypto-actifs en paiement sans contrevenir aux dispositions de

l’article R. 642-3 du Code pénal, qui sanctionne le refus d’accepter les billets et les pièces libellés en euros ayant cours légal ;

- les crypto-actifs ne répondent pas non plus à la définition de moyens de paiement au sens du CMF, et plus particulièrement à la définition de la monnaie électronique, dans la mesure où ils ne sont pas émis contre remise de fonds. De ce fait, et contrairement à la monnaie électronique, les crypto-actifs ne sont pas assortis dans l’Union européenne d’une garantie légale de remboursement à tout moment et à la valeur nominale en cas de paiement non autorisé.

En conséquence, les crypto-actifs n’offrent à leurs détenteurs aucune garantie de sécurité, de convertibilité et de valeur, et présentent de nombreux risques (cf. chapitre 20).

3. L’architecture hiérarchique de la création monétaire

3.1. Le rôle des banques commerciales dans le processus de création monétaire

L’acte de création monétaire consiste à transformer les créances de l’émetteur en moyen de paiement. Ce pouvoir est, pour une monnaie comme l’euro, exclusivement détenu par des institutions monétaires – les banques commerciales et la banque centrale.

En premier lieu, de la monnaie est créée à chaque fois qu’une institution financière monétaire²² accorde des crédits à l’économie (à un agent non bancaire). La source de cette création monétaire est le besoin de financement des agents économiques : la création monétaire est ainsi endogène. L’idée a longtemps prévalu que « les dépôts font les crédits », c’est-à-dire que les banques commerciales agissent simplement comme intermédiaires, prêtant les dépôts que leur remettent

20 Article L. 561-2, 7° bis du Code monétaire et financier

21 Les monnaies fiduciaires et scripturales représentent une dette d’un émetteur qui dispose dans son bilan d’actifs contribuant à garantir la valeur de la monnaie. Rien de tel n’existe dans le cas des crypto-actifs qui n’ont aucun actif pour garantir leur valeur.

22 Cf. note n° 20. Les IFM créent de la monnaie à chaque fois qu’ils acquièrent des titres émis par des non-IFM.

les épargnants. Si cela a pu être vrai par le passé, cette idée ne correspond plus (sauf dans des cas marginaux) à la réalité d'économies modernes où la relation entre dépôts et crédits est en réalité inverse, les crédits étant, par un simple jeu d'écriture à l'origine des dépôts (en d'autres termes, « les crédits font les dépôts » et donc la monnaie). La monnaie ainsi créée est créditée sur le compte de l'emprunteur et apparaît au passif de la banque, la créance correspondante figurant à l'actif de son bilan.

À l'inverse, lorsqu'un agent non bancaire rembourse, partiellement ou totalement, le crédit qui lui a été accordé, il contribue à « détruire » de la monnaie. La masse monétaire disponible dans l'économie dépend donc de la résultante de ce processus de création/destruction.

Par ailleurs, les banques centrales peuvent en théorie créer de la monnaie en finançant directement le déficit public, en créditant le compte que l'État possède dans leurs livres du montant de ce déficit²³. Une telle opération augmente la masse monétaire dans l'économie et comporte donc un très important risque inflationniste. Pour prévenir un tel risque, dans le contexte de l'Euro-système, l'octroi direct d'avances au Trésor public est proscrit.

Contrairement à une idée reçue, la banque centrale ne crée pas de monnaie lorsqu'elle met en circulation des billets et des pièces. En effet, la monnaie fiduciaire est mise en circulation dans l'économie uniquement en échange de monnaie scripturale (dans un distributeur de billets par exemple), sans que la masse monétaire n'augmente.

En second lieu, la création ou la destruction de monnaie se produit aussi à chaque fois que les institutions financières monétaires achètent ou vendent des devises ou autres actifs à des particuliers, à des entreprises ou au Trésor public. La vente (ou l'achat) de tels actifs par les banques commerciales au secteur privé non-bancaire entraîne la création (ou la destruction) de monnaie scripturale privée

et donc une augmentation ou une diminution de la masse monétaire circulant dans l'économie (voir section 2.4).

Toutefois, lorsque la banque centrale prête aux banques, la création de monnaie scripturale qui s'ensuit n'augmente pas la masse monétaire (au sens de M1) parce que ces actifs ne sont pas mis à la disposition des agents non-bancaires, de la même manière que les opérations interbancaires sont sans influence sur la monnaie, les relations entre institutions financières monétaires étant consolidées pour l'établissement des agrégats de monnaie. Les achats ou ventes de devises par la banque centrale auprès du système bancaire modifient également le volume des liquidités dont disposent les banques, sans pour autant affecter directement le volume de la masse monétaire.

Dans la période récente, seul l'achat par la banque centrale de titres représentatifs de dettes publiques sur les marchés primaires (cas des politiques d'assouplissement quantitatif de la Fed et de la Banque d'Angleterre) ou secondaires (cas de la BCE) a pu entraîner une augmentation de la masse monétaire au sens statistique. Dans le cas des achats de titres sur le marché secondaire par la BCE, cette augmentation de la masse monétaire au sens statistique est conditionnée au fait que les banques commerciales elles-mêmes acquièrent ces titres auprès d'agents non bancaires. La monnaie ainsi acquise par les agents non bancaires a pu soutenir leur demande de biens et services, contribuant au mécanisme de transmission de la politique monétaire.

3.2. Les limites au pouvoir de création monétaire des banques commerciales

Si les banques commerciales ont le pouvoir de créer de la monnaie par simple jeu d'écriture, ce pouvoir n'est pas illimité.

La première limite au pouvoir de création monétaire des banques commerciales réside dans la condition *sine qua non*

²³ Idée popularisée par l'expression « planche à billets » pour illustrer les situations où la banque centrale finance directement le déficit public.

d'une demande de crédit des agents non financiers (demande considérée comme solvable), ce qui découle du caractère endogène de cette forme de monnaie. En outre, les exigences prudentielles imposées aux établissements de crédit, qui doivent disposer de capitaux propres à proportion des crédits qu'ils consentent, constituent également une limite à leur pouvoir de création monétaire.

La seconde limite au pouvoir de création monétaire des banques commerciales prises dans leur ensemble réside dans leurs besoins en avoirs scripturaux auprès de la banque centrale.

Les banques, prises individuellement, peuvent se faire crédit entre elles : c'est le rôle du marché interbancaire. Il n'en reste pas moins que, prises dans leur ensemble, elles présentent habituellement un besoin de refinancement par la banque centrale. Ce besoin provient d'abord de ce que ces avoirs permettent aux banques commerciales de régler auprès de la banque centrale les billets qu'elles souhaitent acquérir pour répondre aux demandes des agents non financiers. Ainsi, plus la demande de billets ou de devises de ces agents non financiers est importante plus le besoin des banques commerciales en refinancement auprès de la Banque centrale est important. Une autre « fuite » pour les banques résulte de ce que le Trésor détient un compte à la banque centrale : les recouvrements d'impôts conduisent ainsi à une baisse des

solde des comptes des banques auprès de la banque centrale et à une hausse du solde du compte du Trésor. Les versements au Trésor public constituent, avec la demande de billets, des « facteurs autonomes » de la liquidité bancaire.

Enfin, le besoin de refinancement des banques est accru par un instrument de politique monétaire, les réserves obligatoires, qui imposent aux établissements de crédit de constituer des réserves dans les livres de la banque centrale ²⁴.

Ce besoin de refinancement peut être satisfait en vendant des actifs qui servent de garanties ou en se procurant les liquidités, contre paiement d'un intérêt soit directement à la banque centrale, soit sur les marchés interbancaires par emprunt aux établissements excédentaires. La banque centrale ne contrôle ainsi pas la création monétaire en fixant le montant des réserves disponibles ²⁵, mais pilote indirectement celle-ci en accommodant, pour un prix donné (taux directeur), l'ensemble de la demande de refinancement qui s'adresse à elle. Ainsi, la banque centrale ne contrôle pas directement la création monétaire (donc la quantité de monnaie en circulation dans l'économie), qui est endogène et résulte de l'activité des banques commerciales. Elle agit indirectement sur la création monétaire en influençant les taux d'intérêt (les banques prêtent moins, et donc créent moins de monnaie, lorsqu'ils montent, et réciproquement lorsqu'ils baissent).

24 Les établissements de crédit établis en zone euro sont, en application de l'article 19.1 des statuts du SEBC, assujettis à la constitution de réserves obligatoires (des fonds) sur des comptes ouverts auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème, pour une durée d'environ un mois. Cette obligation remplit deux fonctions principales : contribution à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire, les réserves pouvant être constituées en moyenne, et élargissement de la demande en monnaie banque centrale en créant ou en accentuant un déficit structurel de liquidité sur le marché.

25 Contrairement à ce qui est parfois avancé aux termes d'un raisonnement selon lequel la banque centrale déterminerait la quantité de prêts et de dépôts dans l'économie en contrôlant la quantité de monnaie centrale (approche du « multiplicateur monétaire », qui repose sur l'hypothèse d'un rapport constant entre masse monétaire et base monétaire), et la politique monétaire serait ainsi mise en œuvre en fixant un montant de réserve.

