



Institut Veblen
pour les réformes
économiques



etopia

centre d'animation et de recherche
en écologie politique

La transition monétaire

Pour une monnaie au service du bien commun

Jézabel Couppey-Soubeyran* & Pierre Delandre**

MAI 2021

De nombreuses propositions de réforme monétaire insistent actuellement sur la nécessité de créer un nouveau mode d'émission de monnaie, dans lequel c'est la banque centrale ou un institut d'émission qui déciderait, dans le cadre d'une gouvernance démocratique renouvelée, d'émettre une quantité de monnaie centrale nécessaire pour poursuivre des objectifs donnés – par exemple certains investissements dans la transition écologique où les financements classiques s'avèreraient insuffisants – en l'attribuant à un secteur particulier : l'État, les ménages, les entreprises...

La présente note s'inscrit dans cette mouvance et propose un mode « volontaire » de création de la monnaie centrale. Le terme de « transition monétaire » désigne le passage à ce nouveau mode d'émission qui pourrait coexister avec la monnaie de crédit bancaire classique.

Puiblié en partenariat avec [Etopia](#).

* Maîtresse de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et professeure associée à l'Ecole d'économie de Paris. Ses recherches portent sur les banques, le financement de l'économie, les politiques monétaires et prudentielles. (Autrice correspondante : couppey@univ-paris1.fr)

** Sociologue, certifié en finances publiques, chercheur associé à Etopia, centre d'animation et de recherche en écologie politique.

Remerciements : cette note doit beaucoup aux relectures de Wojtek Kalinowski, Dominique Plihon, Augustin Sersiron, Michel Crinetz, et aux discussions constructives et bienveillantes qui ont suivi. Nous les en remercions chaleureusement. Elle doit aussi à des échanges plus tumultueux par billets de blog interposés, tribunes et contre tribunes, ou par le biais des réseaux sociaux, Twitter en particulier. Que Henri Sterdyniak, Julien Pinter et Eric Dor, pour ne citer qu'eux, en soient aussi remerciés avec autant de sincérité.

Nos publications récentes

NOTES & ÉTUDES

[Globalisation : How can we stop the import of food produced using banned practices in Europe ? A regulation to stop the import of food from practices banned in Europe : mirror measures in agriculture](#), mai 2021, par Sara Lickel

[Mondialisation : Comment protéger les agriculteurs et l'environnement ? Un règlement pour stopper l'importation d'aliments issus de pratiques interdites en Europe : les mesures-miroirs](#), mars 2021, par Sara Lickel

[La BCE à l'heure des décisions \(2/2\) Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement](#), décembre 2020, Par Jézabel Couppey-Soubeyran

[La BCE à l'heure des décisions \(1/2\) Pour un « Whatever it takes » climatique](#), décembre 2020, par Wojtek Kalinowski & Hugues Chenet

[Après le Covid-19, raccourcir les chaînes de valeur, régionaliser et relocaliser](#), août 2021, par Mathilde Dupré

LIVRES

[Après le libre-échange](#), par Mathilde Dupré & Samuel Léré, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2020

[Pour une écologie numérique](#), par Eric Vidalenc, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2019

La transition monétaire, pour une monnaie au service du bien commun

Jézabel Couppey-Soubeyran & Pierre Delandre

MAI 2021

Association à but non lucratif, l'Institut Veblen promeut les idées économiques et les politiques publiques qui font avancer la transition écologique. À travers nos publications et nos actions nous œuvrons pour une économie plus juste et respectueuse des limites physiques de la planète.

www.veblen-institute.org

Nous sommes soutenus dans notre mission par la Fondation Charles-Léopold Mayer.



RÉSUMÉ

Le paysage monétaire est agité. À côté de nouveautés monétaires comme les cryptomonnaies ou les monnaies locales se développent différentes propositions visant à réformer ponctuellement ou structurellement le système monétaire. Ce sont des propositions comme l'hélicoptère monétaire, l'annulation des dettes publiques détenues par les banques centrales, le don monétaire ou la théorie monétaire moderne. Les banques centrales, de leur côté, en réponse aux crises financière et pandémique, poursuivent des « mesures non conventionnelles », qui transforment leur mode d'action, consistant à fournir des montants sans précédent de monnaie aux banques et aux marchés financiers.

Par certains aspects, ces turbulences monétaires ressemblent à l'effervescence du XIX^e siècle pendant lequel les innovateurs de l'époque, hérauts du *banking principle*, réclamaient un système monétaire adapté aux besoins d'une économie en forte croissance, libéré de la contrepartie en or de la monnaie, alors que les conservateurs, défenseurs du *currency principle*, s'accrochaient à la traditionnelle définition métallique de la monnaie.

Pour les critiques actuels, la dégradation des conditions de vie, les dégradations sociales et environnementales sont les conséquences de l'hypertrophie de l'ordre marchand et financier soutenu par le système monétaire. Dans le prolongement de ce constat, leurs propositions visent à mettre la monnaie de la banque centrale au service du bien commun, de la transition écologique et sociale ou de l'investissement public.

Au-delà de leurs différences, la plupart des propositions de réformes du système monétaire se rejoignent pour affirmer la nécessité de créer un nouveau mode d'émission monétaire, dans lequel c'est la banque centrale – ou un institut d'émission – qui décide, dans le cadre d'une gouvernance démocratique, d'émettre les quantités de monnaie centrale nécessaire pour atteindre les objectifs fixés en l'attribuant à un secteur particulier (l'État, les ménages, les entreprises) et en l'affectant à une fin déterminée (le soutien au revenu des ménages, à l'activité des entreprises, aux investissements publics, à la transition écologique...). Nous l'appelons dans cette note « mode volontaire de création de la monnaie centrale » et désignons par « transition monétaire » le passage à ce nouveau mode d'émission.

Cette émission monétaire serait différente de celles qui existent actuellement, en deux points essentiels :

- elle ne serait associée ni à un crédit ou prêt remboursable, ni à un achat de titres revendables, elle serait donc « sans contrepartie » ;
- et puisque aucune contrepartie exigible sous forme de remboursement n'amènerait à ce que la monnaie créée retourne vers la banque centrale, elle serait « permanente » au lieu d'être temporaire.

Le débat s'ouvre. Selon nous, il s'inscrit dans une régularité historique qui veut que chaque fois que la société en a eu besoin, elle a transformé le système monétaire pour l'adapter à ses besoins. Ainsi, le « mode bancaire de création monétaire », issu du *banking principle*, a supplanté « le mode féodal de création monétaire » et a répondu, en son temps, à l'installation de l'ordre marchand. Les temps ont changé. Réparer l'injustice sociale, accélérer la transition écologique, garantir l'emploi, assurer un minimum vital sont autant de priorités et de besoins

auxquels l'ordre marchand ne saura pas répondre. Pour les partisans de cette réforme, la transformation du mode d'émission de la monnaie, en revanche, le pourrait.

Selon notre analyse, cette transformation en est à son commencement. Elle a débuté avec l'assouplissement quantitatif, l'une des mesures non conventionnelles de la politique monétaire qui consiste en des rachats d'actifs financiers par les banques centrales. À l'heure actuelle, c'est davantage en rachetant des titres financiers qu'en prêtant aux banques que la banque centrale crée sa monnaie. Cette transformation répond avant tout à l'ordre financier et renforce son pouvoir en financiarisant la monnaie. La frontière entre la monnaie et les titres n'a jamais été aussi tenue, car les émetteurs de titres savent à présent qu'en émettant des titres, ils émettent de la quasi-monnaie. Mais l'élargissement quantitatif a cependant démontré que l'on peut sortir du mode bancaire de création monétaire, que la dette n'est pas nécessairement la contrepartie inéluctable de la monnaie.

C'est en étant totalement libérée de cette contrepartie que la monnaie pourrait être mise au service du bien commun, orientée vers les besoins de dépenses de l'économie réelle, ceux des ménages, ceux des entreprises, ceux des États tout particulièrement pour les accompagner et leur permettre de réaliser les investissements indispensables à la transition écologique. Ce nouveau mode volontaire d'émission monétaire n'aurait pas vocation à remplacer mais à compléter les modes actuels de création monétaire par octroi d'un prêt (mode bancaire) ou achat de titres (mode acquisitif). Cette coexistence permettrait de mieux partager le pouvoir monétaire et de se protéger contre son accaparement.

Nous soulignons que cette proposition de réforme impliquerait également d'adapter certaines règles de la comptabilité de banque centrale afin de permettre l'enregistrement précis et le contrôle des « contributions définitives de la banque centrale aux objectifs publics ». De même, ce nouveau mode de création monétaire devrait s'accompagner de nouveaux outils monétaires qui permettraient de gérer le volume de monnaie en circulation et l'absence de reflux. Enfin, selon nous, ce mode d'émission amènerait à transformer plus ou moins radicalement la banque centrale indépendante et technocratique en une institution monétaire démocratique, dont la gouvernance impliquerait toutes les parties prenantes.

En conclusion, les transformations des sociétés ont toujours impliqué des transformations du système monétaire. De notre point de vue, cela revient à dire que la société ne réalisera pas ses nouveaux objectifs au premier rang desquels la transition écologique et sociale sans une transition monétaire. Plus que jamais, la société a besoin que la monnaie soit (re)mise à son service.

SOMMAIRE

1. Introduction	6
2. Retour historique sur l'installation du mode bancaire de création monétaire	10
2.1. Le développement de la monnaie bancaire en réponse aux besoins des marchands	11
2.2. Un système bancaire hiérarchique à deux niveaux	13
2.3. Une critique récurrente	15
3. La transformation en cours du mode de création de monnaie centrale sous l'effet des mesures monétaires non conventionnelles.....	16
3.1. Les mesures non conventionnelles.....	16
3.2. ...ont installé un mode « acquisitif » de création de monnaie centrale	17
3.3. Une contrepartie titre en lieu et place de la contrepartie dette	20
3.4. La financiarisation de la monnaie	22
3.5. Une vaine perpétuation	22
4. Vers un nouveau mécanisme de création de monnaie centrale au service du bien commun	24
4.1. L'introduction d'un mode volontaire de création monétaire sans contrepartie.....	24
4.2. ...expression de la volonté politique de la monnaie	25
5. Règles comptables et outils monétaires adaptés à ce nouveau mode d'émission	25
5.1. Un nouveau poste comptable pour équilibrer le bilan de la banque centrale.....	26
5.2. L'adaptation de la politique monétaire à la coexistence entre mode d'émission volontaire et modes actuels de création monétaire.....	27
6. Partage et contrôle démocratique du pouvoir d'émission monétaire	29
6.1. Se protéger de l'accaparement du pouvoir monétaire.....	30
6.2. Une gouvernance politique et démocratique.....	30
7. Conclusion	32
Annexe 1 : Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème	34
Annexe 2 : base monétaire et masse monétaire	36
Annexe 3 : enregistrement comptable de la monnaie volontaire	37

1. Introduction

Depuis quelques années, le système monétaire et les politiques monétaires font l'objet de vifs débats publics et de nombreuses innovations à différentes échelles. Au sommet de l'édifice, les banques centrales¹ n'ont de cesse d'amplifier les politiques monétaires « non conventionnelles ». Depuis la pandémie de Covid-19, la BCE a ainsi lancé le programme d'achats d'actifs PEPP², pour une enveloppe globale de 1 850 milliards d'euros, qui vient s'ajouter aux programmes antérieurs et toujours en cours (quelque 20 milliards d'euros d'achats d'actifs par mois dans le cadre des programmes du QE³ lancés en 2015). Elle a également renforcé son dispositif de refinancement à long terme des banques, avec un programme PELTRO⁴ d'octroi de liquidités à taux négatif, en plus d'un assouplissement de son programme de refinancements ciblés TLTRO III à taux nul, visant à stimuler l'octroi de crédit. Le système monétaire est également bousculé à sa base, par le développement des cryptoactifs⁵ comme le bitcoin et autres *stablecoins*⁶ dont le Diem (issu de l'ancien projet Libra) annoncé par Facebook, l'essor de nouveaux prestataires de services de paiement, la diffusion des monnaies complémentaires, etc.

Dans le même temps, des économistes, des citoyens, des ONG, des groupes de réflexion se sont emparés de la thématique monétaire. Ils remettent en cause le fonctionnement du système monétaire, s'interrogent sur ses fondements scientifiques et idéologiques, ainsi que sur son rôle dans des questions comme les inégalités, le sous-emploi ou encore l'impératif de croissance économique aboutissant à l'épuisement des ressources naturelles et au dérèglement climatique. Les appels publics aux réformes se multiplient. Certains revisitent nos conceptions monétaires et dénoncent les doctrines des banques centrales, comme la « neutralité du marché⁷ » par exemple, qui a fait obstacle à leur engagement dans la transition écologique⁸. D'autres préconisent une coordination plus étroite entre la politique budgétaire et la politique monétaire, jusqu'à remettre en question l'indépendance des banques centrales⁹. D'autres encore défendent l'utilisation de la « monnaie hélicoptère » ou

1 Dans cette note, nous utilisons le mot « banque » pour parler des banques commerciales et nous utilisons systématiquement les mots « banques centrales » pour parler spécifiquement de ces dernières. Comme il se doit, nous désignerons par « Eurosystem » l'ensemble constitué par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales de la zone euro, mais nous utiliserons parfois aussi l'acronyme SEBC (Système européen de banques centrales), qui désigne l'ensemble plus large incluant toutes les banques centrales de l'Union européenne, dans la mesure où les textes juridiques s'y rapportent.

2 Pandemic Emergency Purchase Program.

3 Quantitative easing.

4 Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations.

5 Les cryptoactifs ou cryptomonnaies sont des actifs virtuels non réglementés, créés algorithmiquement et acceptés comme monnaie virtuelle pour effectuer des transactions sur Internet. Ils ne reposent sur aucune contrepartie.

6 Un *stablecoin* est une cryptomonnaie (voir supra) dont la valeur est ancrée sur un actif, une devise ou un panier de devises.

7 Cf. « La neutralité des banques centrales face à la crise climatique est un leurre », tribune collective, *Libération* le 7 janvier 2021 : https://www.liberation.fr/debats/2021/01/07/la-neutralite-des-banques-centrales-face-a-la-crise-climatique-est-un-leurre_1810578/

8 Voir le dossier Veblen « La BCE à l'heure des décisions », 2 décembre 2020 : <https://www.veblen-institute.org/La-BCE-a-l-heure-des-decisions-951.html>

9 J.-C. Werrebrouck, « Banques centrales, indépendance ou soumission ? Un formidable enjeu de société », Yves Michel, 2012, 184 p.

l'annulation des dettes publiques détenues par les banques centrales¹⁰. En Suisse, une votation citoyenne a même eu lieu pour demander (sans succès) l'adoption d'un système de « monnaie pleine » inspiré du « Plan de Chicago » et des débats menés par les économistes américains dans les années 1930, système où la banque centrale deviendrait la seule à pouvoir créer la monnaie¹¹. D'autres encore proposent de monétiser tout ou partie de la dépense publique dédiée à la transition écologique, c'est-à-dire de la financer par un don de monnaie de banque centrale¹². Et d'autres, enfin, au nom de la souveraineté monétaire, exposent une vision dans laquelle politiques budgétaire et monétaire ne font plus qu'une. C'est le cas de la théorie moderne de la monnaie (TMM) qui suscite actuellement un grand intérêt. Elle défend une conception publique et souveraine de la monnaie, selon une vision chartaliste, où c'est l'État qui désigne la monnaie de compte officielle et où donc la monnaie est le fait de l'État¹³. Suivant cette théorie, la banque centrale et la politique monétaire sont directement consolidées dans le secteur public. Ainsi chaque dépense publique est financée par une création monétaire, et chaque recette publique, généralement encaissée via les taxes, impôts et autres redevances, se traduit par une destruction monétaire. Dans une telle organisation, le déficit public n'existe pas (c'est un « mythe » pour reprendre l'expression de Stephanie Kelton) et l'État dispose à tout moment des ressources nécessaires pour mener son action grâce à la banque centrale qui est son « bras monétaire » (le Trésor et la banque centrale ne font qu'un selon cette conception¹⁴).

Toutes ces propositions sont autant de remises en question plus ou moins radicales du système monétaire actuel qui, du point de vue des auteurs de ces propositions, forme le socle d'un ordre marchand et financier dont l'expansion à l'excès a pour conséquences la dégradation des conditions de vie, les dégradations sociales et environnementales. Dès lors, toutes interrogent la capacité du système monétaire à servir le bien commun et les transformations qui l'orienteraient vers cet objectif.

La présente note s'intéresse plus particulièrement à celles qui impliqueraient un nouveau mode d'émission de la monnaie centrale – c'est-à-dire la monnaie créée par la banque centrale – pour faire circuler une monnaie « libre de contrepartie et permanente », un concept que nous nous appliquerons à définir.

Citons parmi ces propositions :

- L'hélicoptère monétaire, dont l'expression est issue d'une expérience de pensée proposée par l'économiste Milton Friedman dans les années 1960, imaginant le

10 N. Dufrêne, L. Scialom, J. Couppey-Soubeyran, B. Bridonneau, G. Giraud, A. Lalucq et autres, « Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour reprendre en main notre destin », *Le Monde*, 5 février 2021, <https://annulation-dette-publique-bce.com/>

11 Voir notamment Irving Fisher, *100% monnaie, changer de système monétaire pour sauver le capitalisme*, Omnia Veritas, traduction de *100% Money* paru en 1935.

12 Dans cette note, nous utilisons les expressions « monnaie de banque centrale » ou « monnaie centrale » lorsqu'on parle de monnaie émise par la banque centrale exclusivement et de « monnaie » lorsqu'on parle de monnaie émise par les banques commerciales ou dans le sens général du terme.

13 « *All modern money systems (including those of the past 4000 years at least as Keynes put it) are state money systems in which the sovereign chooses a money of account and then imposes tax liabilities in that unit. It can then issue currency used to pay taxes* », L. Randall Wray, *Modern money theory, A primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, 2^e édition, Palgrave Macmillan, 2015, p. 71.

14 Voir *ibid.* ou S. Kelton, *Le Mythe du déficit*, (traduction Paul Chemla), Ed. Les liens qui libèrent, 2021.

parachutage exceptionnel de monnaie nouvellement créée sur la population qui, recevant des revenus supplémentaires, pourrait affronter une situation de crise économique où la monnaie vient à manquer. Cette proposition est, depuis plusieurs années, soutenue en Europe par l'ONG « Positive money¹⁵ ».

- Le drone monétaire, qui consisterait à verser à chaque citoyen de la zone euro entre 120 et 140 euros de monnaie centrale numérique, sur un compte ouvert pour chacun auprès de la Banque centrale européenne¹⁶.
- Le don monétaire, qui serait « un don de monnaie de la Banque centrale à l'autorité publique européenne, par création monétaire pure, sans intermédiaire, libre d'endettement, destiné exclusivement à financer des investissements publics ou à réaliser des actions jugées d'intérêt collectif majeur¹⁷ ».
- La création monétaire libre au service de la reconstruction écologique¹⁸.
- Le dividende universel, qui est une proposition issue de la « théorie relative de la monnaie » (TRM). Il s'agit « d'un système monétaire dans lequel la monnaie centrale est uniformément distribuée entre tous les acteurs, individus de tout âge et de tout sexe, chacun d'eux en recevant une part égale » sous forme de dividende mensuel octroyé par l'autorité monétaire¹⁹.

Ces propositions impliquent toutes un mode d'émission dans lequel c'est la banque centrale (ou un institut d'émission dont le mode de gouvernance pourrait être différent) qui décide d'émettre une quantité de monnaie centrale pour l'attribuer à un secteur particulier et l'affecter à une fin déterminée : un transfert aux ménages ou aux entreprises pour soutenir leurs dépenses en situation de crise ou de pandémie dans le cas de la monnaie hélicoptère ou du drone monétaire, un don de monnaie centrale aux États pour qu'ils accélèrent les investissements de la transition écologique, etc. Cette émission aurait la particularité de n'être associée ni à un crédit ou prêt remboursable, ni à un achat de titres revendables : elle serait « sans contrepartie ». À la différence du mode actuel, qui met en circulation une monnaie temporaire – le temps du crédit ou du prêt initial (la monnaie est détruite au fur et à mesure

15 Voir Positive money.org et l'actualisation de la proposition initiale de monnaie hélicoptère dans le contexte de la crise sanitaire par S. Jourdan, « Helicopter Money as a response to the Covid-19 recession », mars 2020, 16 p., http://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2020/03/Helicopter_Money_Covid.pdf

16 E. Carré & J. Couppey-Soubeyran, T. Lebrun, T. Renault, « Un "drone monétaire" pour remettre la politique monétaire au service de tous », janvier 2020 <https://www.veblen-institute.org/Note-Veblen-Un-drone-monetaire-pour-remettre-la-politique-monetaire-au-service.html>. Voir aussi l'adaptation de cette proposition au contexte de la crise sanitaire : J. Couppey-Soubeyran, « La "monnaie hélicoptère" contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire », avril 2020 <https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>

17 A. Peters, « Le don monétaire, pour compléter le système monétaire », *Financité*, p. 1, octobre 2020, 51 p., https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/etude_don_monetaire_-_ap_-_2020.pdf

18 Cette idée a été introduite par Nicolas Dufrêne et Alain Grandjean dans leur livre « Une monnaie écologique », Ed. Odile Jacob, février 2020.

19 S. Laborde, « Théorie relative de la monnaie », p. 3, octobre 2017, 141 p. <https://trm.creationmonetaire.info/TheorieRelativedelaMonnaie.pdf>

que le crédit est remboursé) –, ce nouveau mode d'émission de la monnaie centrale ferait ainsi circuler une monnaie « permanente »²⁰.

À cette liste de propositions, nous pourrions ajouter l'octroi par la banque centrale de prêts perpétuels (ou à très longue échéance) et à taux zéro aux autorités publiques, à ceci près que, s'il s'agit d'un financement en dehors du marché de la dette, demeure une contrepartie sous la forme d'une dette (qui peut être « fondante » grâce aux taux d'intérêt réels négatifs), même si celle-ci n'est pas remboursable ou ne l'est qu'à une échéance très éloignée. La monnaie centrale émise dans cette opération est de ce fait « quasi permanente », à la différence des propositions listées qui se caractérisent toutes par une émission de monnaie « permanente »²¹.

Toutes ces propositions sont tournées vers une forme de réencastrement de la monnaie dans la société (consistant à assigner des objectifs sociaux à la création de monnaie) mais ne s'envisagent pas nécessairement comme des alternatives complètes au système monétaire actuel. Certaines se présentent comme des mesures ponctuelles (drone et monnaie hélicoptère) à prendre dans des circonstances exceptionnelles (crise sanitaire, dépression...). Ce que nous appelons ici « monnaie libre et permanente » pourrait coexister avec la monnaie issue des modes actuels de création monétaire : nous explorons les implications de cette idée d'une pluralité des modes d'émission. D'autres, comme le prêt gratuit et à longue durée ainsi que le don de monnaie centrale aux États, se veulent des moyens de changer plus en profondeur le régime monétaire actuel, puisqu'elles fourniraient un moyen de financement structurel des investissements publics. Parfois, enfin, comme c'est le cas avec le dividende universel, elles se positionnent en alternative complète par rapport au régime monétaire actuel.

La présente note analyse le nouveau mode d'émission qui forme le point commun de ces propositions en le comparant à ceux du système monétaire actuel basé sur le mécanisme du crédit bancaire et de l'acquisition de titres. Nous soutenons que la monnaie permanente libre de contrepartie servirait là où la monnaie encastree dans la dette bancaire et temporaire échoue, c'est-à-dire à donner à la société les moyens de sa transformation écologique et sociale. Notre ambition est d'ouvrir le débat en rappelant qu'il s'inscrit dans une régularité historique qui veut que, chaque fois que la société en a eu besoin, elle a transformé le système monétaire pour l'adapter à ses besoins. Ainsi, le « mode bancaire de création monétaire », issu du *banking principle*, a supplanté « le mode féodal de création monétaire » et a répondu, en son temps, à l'installation de l'ordre marchand. Les temps ont changé. Réparer l'injustice sociale, accélérer la transition écologique, garantir l'emploi, assurer un minimum vital sont autant de priorités et de besoins auxquels l'ordre marchand ne saura pas répondre. Des

20 Une annulation de la dette publique détenue par l'Eurosystème aboutirait aussi, d'une part, à rendre permanente la monnaie centrale créée initialement pour acquérir les titres, qui constituent la créance dont l'annulation est proposée et, d'autre part, à décider de le faire pour répondre à des objectifs sociétaux comme la transition écologique. En particulier, la proposition d'annulation lancée par 150 économistes européens, en février 2021, a toujours été conditionnelle à de l'investissement public équivalent au montant de dette annulé.

21 Une proposition qui entre en contradiction avec l'article 123 du TFUE et l'article 21.1 du protocole n° 4. Autour de cette proposition, voir les travaux de Benjamin Lemoine et son livre *L'Ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, Ed. La Découverte, 2016.

transitions économiques, sociales et écologiques sont aujourd'hui nécessaires et elles vont de pair avec une transition monétaire.

La note est organisée de façon suivante :

- La deuxième section propose un retour historique sur le mode d'installation de la monnaie bancaire et nous permet de rappeler que les transformations monétaires sont toujours des réponses aux transformations économiques et sociales : le régime monétaire se transforme lorsque la société en a besoin.
- Dans la troisième section, nous défendons la thèse qu'une nouvelle transformation monétaire est en cours, dans laquelle le mode bancaire traditionnel d'émission de la monnaie (celle des banques, mais aussi et surtout, celle des banques centrales) perd en importance relative. Une part croissante de la monnaie centrale créée dans le cadre des opérations non conventionnelles de rachats d'actifs est, en effet, déjà désencastrée de la dette bancaire. Cependant, celle-ci circule sous une forme non permanente et réservée au secteur bancaire et financier. Or c'est à la société tout entière de profiter d'une monnaie libre de contrepartie.
- Dans la quatrième section, nous analysons le bien-fondé d'un nouveau mode d'émission de monnaie centrale qui ferait coexister une monnaie libre de contrepartie avec celle issue des modes d'émission actuels.
- La cinquième section en explore les implications au niveau comptable et à celui de la politique monétaire.
- Dans la sixième section, nous soulignons la nécessité du partage et du contrôle démocratique du pouvoir d'émission monétaire, ce qui justifie pleinement d'introduire ce nouveau mode d'émission monétaire volontaire, tourné vers le bien commun, et de penser sa gouvernance autrement.
- La septième et dernière section conclut sur cette transition monétaire vers une monnaie permanente sans contrepartie dont l'objectif serait de financer le bien commun.

2. Retour historique sur l'installation du mode bancaire de création monétaire

La monnaie contemporaine est essentiellement une monnaie bancaire, une monnaie de crédit créée et mise en circulation par les banques. Il n'en a pas toujours été ainsi. Historiquement, cette monnaie bancaire a commencé à émerger, vers la fin du Moyen Âge, en répondant aux insuffisances du mode de création monétaire de l'époque, celui de la frappe des monnaies métalliques, qui l'a précédé, avec lequel elle a d'abord coexisté, puis qu'elle est progressivement parvenue à supplanter. Les altérations de la monnaie métallique²², son appropriation par des intérêts privés et les craintes récurrentes d'une pénurie de monnaie face

22 Pratiques décriées dès le milieu du XIV^e siècle par le théologien et philosophe Nicolas Oresme dans son traité sur les monnaies.

aux besoins grandissant du commerce puis de l'industrie ont constitué les principaux vecteurs du développement de la monnaie bancaire. La monnaie bancaire a été l'institution nécessaire à l'essor du capitalisme²³.

2.1. Le développement de la monnaie bancaire en réponse aux besoins des marchands

Tout au long du Moyen Âge jusqu'au Grand Siècle, les pièces sont frappées dans les hôtels des monnaies et autres ateliers accrédités par le souverain, à partir des métaux qui y sont apportés par leurs propriétaires. La monnaie était donc, à cette époque, émise par des propriétaires privés avec la garantie de la taille et de l'aloï par les ateliers du souverain. Ces établissements imposaient des droits pour le façonnage, ainsi qu'un impôt appelé « droit de seigneurage ». Dès son émission, la monnaie avait, normalement, une durée de vie infinie, elle était censée être permanente et était libre de circulation sans autre obligation, sans contrepartie. Mais il arrivait régulièrement que le souverain interdise la circulation d'anciennes pièces. Le stock d'anciennes pièces de monnaie en circulation devait alors repasser par les ateliers royaux pour être refondues et refrappées, et, en conséquence, faisaient à nouveau l'objet d'un paiement du droit de seigneurage. Ce droit de seigneurage, véritable impôt sur la fortune avant l'heure, a très longtemps constitué la ressource principale des souverains.

Ce circuit monopolisé par les classes aristocratiques autour de la gestion des impôts va se révéler de plus en plus inadapté aux besoins des marchands, qui vont croissant avec l'essor du commerce. Ceux-ci vont trouver auprès des changeurs, installés sur leur banc (qui a donné le mot « banque ») dans les foires du Moyen Âge, de nouveaux instruments de paiement mieux adaptés à leurs besoins : les lettres de change sont la première entaille dans le « mode féodal de création monétaire²⁴ ». Les changeurs inscrivent dans leurs livres le montant des pièces que les marchands leur déposent, en échange desquelles ils délivrent des lettres de change payables en monnaie métallique au porteur de la lettre. Ces lettres de changes font circuler la monnaie inscrite dans les livres des changeurs. Elles deviennent l'instrument de circulation de la monnaie scripturale de ces financiers, changeurs et parfois usuriers, ancêtres des futurs banquiers. Les premiers billets ou papier monnaie, qui font leur apparition en Europe aux XVI^e et XVII^e siècles, sont également une forme de lettre de change émise en contrepartie d'un dépôt de pièces métalliques dans les coffres du banquier et remboursable avec des pièces identiques à celles déposées.

La monnaie bancaire scripturale, qui prend son essor avec le grand commerce, offre aux commerçants une plus grande commodité par rapport aux pièces, au même titre que les billets, mais également une plus grande sécurité, en dépassant de ce point de vue les billets. Mieux vaut alors pour un riche marchand confier sa recette à un banquier digne de confiance qui la conservera dans ses coffres plutôt que de la transporter avec lui, même sous forme de billets légers, et risquer de se faire détrousser. Dans ce contexte d'expansion du commerce, la

23 C'est ainsi que la présente Joseph Schumpeter dans *Théorie de la Monnaie et de la Banque* (deux volumes, Paris, éd. L'Harmattan, 2005). Voir l'analyse d'Odile Lakomski-Laguerre « Le crédit et le capitalisme : la contribution de J. A. Schumpeter à la théorie monétaire », *Cahiers d'économie Politique*, vol. 51, n° 2, 2006, p. 241-264.

24 Voir à ce propos Jacques Heers, *La Naissance du capitalisme au Moyen Âge – Changeurs, usuriers et grands financiers*, Perrin éditions, collection tempus, 2012, 308 p.

monnaie bancaire répond à la crainte d'une pénurie de monnaie, ainsi qu'aux aléas de l'altération monétaire dont l'Écossais James Steuart explique, dans ses « Principes » de 1767, qu'elle « ruine le crédit » et porte préjudice aux échanges en augmentant la thésaurisation²⁵.

Mais cette monnaie bancaire va vite avoir besoin, à son tour, de confiance et de stabilité. Aux XVII^e et XVIII^e siècles, l'expansion économique est régulièrement arrêtée par des crises bancaires et financières dues, entre autres, aux excès d'émission de monnaie papier, d'opérations de crédits devenus irrécouvrables, qui entraînent des faillites bancaires. L'organisation bancaire est fragile et fractionnée. C'est pour mettre de l'ordre dans l'émission de monnaie, et assurer le souverain qu'il ne viendra pas à manquer de monnaie pour mener ses guerres, que vont être mises en place les premières banques centrales, en Suède (Riksbanken) en 1668 à la suite des déboires de la Stockholms banco de Johan Palmstruch, en Angleterre en 1694, en France en 1800... La première fonction des banques centrales était d'être la banque du gouvernement. Au XIX^e siècle, les réflexions de Henry Thornton puis celles de Walter Bagehot théoriseront ensuite le rôle de la banque centrale comme prêteur en dernier ressort.

La monnaie bancaire va longtemps coexister avec la monnaie métallique avant de s'en émanciper. C'est de cette émancipation qu'il est question dans les furieux débats du XIX^e siècle, qui opposent, dans l'Angleterre alors dominante, les défenseurs de la stricte conception métallique de la monnaie (*currency principles*) aux innovateurs, progressistes de l'époque, qui prônent une liberté d'émission monétaire des banques en fonction des besoins de l'économie (*banking principles*)²⁶. Pour les premiers, les billets sont des représentations de quantités d'or déposées dans les banques, et il doit y avoir parfaite correspondance entre les billets émis et l'encaisse métallique détenue. Pour les seconds, la monnaie bancaire est « un système de signes qui n'a pas besoin de correspondre à une encaisse de métaux précieux²⁷ ».

Ce sont les « prudents », du moins ceux qui entendaient conserver le mode ancien, qui au départ l'emportent sur les « audacieux » avec l'acte de Peel – du nom du Premier ministre britannique sir Robert Peel –, signé en 1844, pour limiter la création des billets de banque à l'encaisse or des banques. Seulement, l'économie britannique, en pleine expansion, supposait un accroissement des moyens de crédit et de règlement, et la monnaie scripturale va alors prendre le relais de la monnaie fiduciaire.

Les notions de « monnaie exogène » et de « monnaie endogène », qui reviennent en force dans les débats actuels, puisent leurs racines dans ces controverses-là. Pour les théoriciens de

25 Voir Michel Piteau « Monnaie de compte et système de paiements chez James Steuart. Quel rôle pour la stabilité bancaire ? », *Revue économique*, vol. 53, 2002/2.

26 Pour un rafraîchissement à propos de ces polémiques, le lecteur intéressé consultera le toujours très actuel ouvrage *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours* de C. Rist dont l'édition originale est parue en 1951, réédité par Dalloz en 2002 ou encore la deuxième édition de l'excellent ouvrage *Les Grands Textes de la pensée monétaire*, anthologie présentée par C. Tutin en 2014, Champs Classique (2009 pour la première édition).

27 « Depuis le XIX^e siècle, deux écoles s'opposent sur la monnaie : celle du *currency principle* (les billets de banque ne doivent être que des représentations de quantités d'or déposées dans les banques) et celle du *banking principle* (la monnaie est un système de signes qui n'a pas besoin de correspondre à une encaisse de métaux précieux dans les banques », Thomas Tooke in *An inquiry into currency principle* (Londres, 1844), traduit par A. Cabannes et cité par C. Tutin dans *Les Grands Textes de la pensée monétaire*, Champs Classique, 2014 (2009 pour la première édition), p. 228.

la monnaie exogène, la monnaie a son origine à l'extérieur de la sphère économique : dans les découvertes de métaux précieux, si le régime monétaire est celui de la monnaie métallique ou de billets de banque convertibles ; dans les décisions de la banque centrale et/ou du pouvoir politique en régime de monnaie de crédit. Pour les théoriciens de la monnaie endogène, la monnaie prend, au contraire, sa source au cœur même de l'activité économique. En fonction de leurs besoins, les agents adressent aux banques leurs demandes de crédits et c'est en y répondant que les banques créent la monnaie : la monnaie est endogène aux besoins de l'économie²⁸.

2.2. Un système bancaire hiérarchique à deux niveaux

L'architecture monétaire actuelle, similaire dans tous les pays du monde, nous vient de cette époque. Le rôle et les missions des banques centrales ont évolué depuis, en se concentrant pour la plupart sur la stabilité monétaire plus que sur la stabilité financière et en ne renouant avec la combinaison des deux qu'après la crise financière de 2007-2008. Mais l'architecture, elle, n'a pas changé. C'est celle d'un système bancaire à deux niveaux dont le but fondamental est de favoriser le développement du commerce, de l'industrie et donc la croissance économique dans une économie de marché libéralisée en fournissant des moyens de paiement permettant de réaliser les transactions commerciales et les investissements financièrement rentables dans un cadre assurant une relative stabilité financière²⁹.

Au premier niveau, la banque centrale³⁰, banque des banques, fournit à ces dernières la liquidité dont elles ont besoin pour effectuer leurs règlements entre elles et assume le rôle de prêteur en dernier ressort du secteur bancaire lors des situations de crise³¹. Elle assure également une mission de contrôle. Au second niveau, le secteur bancaire a un double rôle : d'une part, octroyer des crédits aux entreprises, aux autorités publiques et aux ménages et,

28 L'introduction du concept est attribuée à Nicolas Kaldor dans « The new monetarism », *Lloyds Bank Review* 97.1 (1970): 18. Pour une discussion académique dans une perspective institutionnaliste, voir Thibault Laurentjoye et Léo Malherbe, « Éléments institutionnalistes pour la mise en perspective historique du concept de monnaie endogène », *Revue de la régulation* [En ligne], 26 | 2nd semestre / Autumn 2019 : <http://journals.openedition.org/regulation/15602>. La thèse d'Augustin Sersiron « Monnaie et dette : désencastrer la création monétaire du marché du crédit » (sous la direction de Jérôme Lallement et André Orléan, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne: <https://monnaie-sans-dette.com>) propose une analyse de l'instabilité engendrée par la monnaie endogène. Pour une présentation pédagogique des notions de monnaie endogène/exogène, voir A. Beitone et C. Rodrigues, *Economie monétaire*, Armand Colin, 2017, p. 115.

29 L'article 127.1 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose que « l'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé "SEBC", est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119 ».

30 Dans l'Union européenne, ce niveau est représenté par les banques centrales nationales (BCN) fédérées avec la banque centrale européenne (BCE) au sein du système européen de banques centrales (SEBC) dans lequel chaque banque centrale nationale a conservé son statut juridique propre mais agit selon les orientations et les décisions de la BCE, en application du protocole n° 4 sur les statuts du SEBC et de la BCE annexé au Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

31 Les actions des banques centrales consécutives à la crise des subprimes en 2008 ont été remarquablement décrites par Adam Tooze dans *Crashed : Comment une décennie de crise financière a changé le monde*, Les Belles Lettres, 2018, 766 p.

d'autre part, gérer les dépôts, fournir les instruments permettant de les faire circuler et garantir la bonne fin des paiements.

Afin de pouvoir assumer ce rôle d'acteurs des paiements, les banques doivent attirer à elles les liquidités de leurs clients déposants et, à défaut d'en avoir suffisamment, elles doivent en emprunter soit auprès de leurs consœurs, soit auprès de la banque centrale, dans ce qu'il est convenu d'appeler « le marché interbancaire ». La banque centrale assume un rôle d'organe centralisateur des paiements interbancaires et, traditionnellement, met sa politique monétaire en œuvre auprès des banques en manque de liquidités en fixant le prix de l'argent via le taux d'intérêt directeur qu'elle juge indispensable d'appliquer à ce moment-là en fonction de critères économiques et financiers qu'elle juge importants, principalement l'inflation et la croissance économique.

On notera que le développement de cette architecture monétaire n'a pu avoir lieu que grâce au développement de la monnaie fiduciaire (billets) et de la monnaie scripturale (celle inscrite sur les comptes tenus par les banques, autrement dit les dépôts), c'est-à-dire d'une monnaie dont l'expression est indépendante – ou relativement indépendante – d'un élément physique comme l'or ou l'argent. En se libérant de la contrainte physique, la monnaie est (re)devenue abstraite et symbolique³². Aujourd'hui, et en réalité depuis que toutes les monnaies sont devenues inconvertibles en métal³³, la monnaie n'a de valeur que parce qu'on lui accorde de la valeur, elle est une pure convention sociale. Le corollaire de ce constat est qu'en se détachant de la contrainte physique, de la couverture or ou argent, la possibilité de création monétaire devient a priori illimitée, l'institution qui a le pouvoir de créer la monnaie est libérée de toute contrainte physique. C'était précisément l'objectif poursuivi par la Banking School. La limite au monnayage ne réside plus, théoriquement³⁴, que dans les risques d'inflation et la perte de confiance dans la monnaie. C'est la demande de crédit au secteur bancaire qui entraîne la création monétaire : on est dans un régime de monnaie endogène, encastré dans le marché du crédit, donc dans la dette. La monnaie est créée « scripturalement » au moment où la banque octroie le crédit, octroi qui se base exclusivement sur des critères économiques et financiers. Et la monnaie est détruite comptablement au moment où le crédit est

32 « Redevenue » parce que, comme l'a bien démontré D. Graeber dans *5 000 ans de dette*, la dette est consubstantielle à la vie en communauté et, de tous temps, des reconnaissances de dettes ont été enregistrées sur des supports divers (bâtons, tablettes d'argile, etc.), supports qui, à l'instar des lettres de change, ont circulé comme moyen de paiement au sein des communautés. À ce titre, des moyens de paiements scripturaux, symboliques, ont toujours existé sans, toutefois, être organisés comme l'est le système bancaire. Par exemple, dans l'Égypte antique, les dépôts de grains dans les réserves des temples par les agriculteurs faisaient l'objet d'un récépissé sur tesson de poterie (ou ostraca) – véritable reconnaissance de dette de la part du temple – « les ostraca étaient utilisés comme monnaie d'échange dans le commerce journalier ». À ce propos, on pourrait d'ailleurs parler de « mode agricole de création monétaire ». Voir B. Liétaer, *Au cœur de la monnaie, Systèmes monétaires, inconscient collectif, archétypes et tabous*, Editions Yves Michel, seconde édition, 2012, p. 213-214 ou encore D. Agut-Labordère, « De l'amidonner contre de l'orge : le sens de la conversion des quantités dans les ostraca démotiques de 'Ayn Manâwir (Oasis de Kharga, Égypte) », *Revue d'histoire des comptabilités*, 08/2016, <https://journals.openedition.org/comptabilites/1945>

33 Le dollar US, dernière monnaie convertible en or, a été déclaré inconvertible en août 1971 par le Président Nixon.

34 En réalité, il existe des règles qui limitent la création monétaire par le secteur bancaire. Ces règles sont fixées par la Banque des règlements internationaux (BRI) par les accords dits de « Bâle III ». Les règles principales portent sur le niveau des fonds propres des banques, en pourcentage de leurs actifs pondérés par les risques (ratio de solvabilité) ou des actifs totaux non pondérés (ratio de levier qui limite le niveau de dette) et le respect d'un ratio de liquidité.

remboursé. Dans ce « mode bancaire de création monétaire », la monnaie est temporaire et a toujours une dette comme contrepartie. Par conséquent, la masse monétaire en circulation est dynamique, elle connaît des variations à la hausse et à la baisse en fonction du volume de crédits octroyés et remboursés.

Cette architecture à deux niveaux fait coexister deux types de monnaie bancaire³⁵ :

- la monnaie de banque centrale (ou monnaie centrale), dite monnaie externe, seule monnaie ayant cours légal, issue d'une institution publique, qui circule dans la population sous sa forme fiduciaire et qui circule, sous forme scripturale et en majeure partie, entre les comptes des banques auprès de la banque centrale ;
- et la monnaie interne à chaque banque commerciale, monnaie privée, qui circule de manière scripturale entre les comptes des clients de chaque banque³⁶.

2.3. Une critique récurrente

La monnaie et les systèmes monétaires sont des constructions sociales complexes aux dimensions multiples (matérielles, institutionnelles, culturelles, économiques, juridiques, symboliques, psychologiques, etc.) qui ont périodiquement connu des transformations en vue de les adapter aux circonstances du moment. À l'avenir, ils se transformeront encore selon les besoins de la société. L'actuelle monnaie de crédit endogène n'y échappera pas, et sa remise en question n'est pas nouvelle. Déjà dans les années 1930, Irving Fisher avait expliqué la crise de 1929 comme le résultat d'une spirale auto-entretenu de déflation par la dette. Cela l'avait conduit à préconiser un changement radical de système monétaire : passer d'un système d'émission monétaire endogène encadré dans le crédit bancaire à un système de monnaie exogène reposant à 100 % sur la monnaie de banque centrale, revenant à retirer aux banques leur pouvoir de création monétaire. La crise financière de 2007-2008 a de nouveau été l'occasion d'interroger la part de responsabilité du mode bancaire de création monétaire dans l'instabilité qui a mené à cette crise³⁷. Aussi n'est-il pas si étonnant que le *100% money* d'Irving Fisher ait ressurgi dans les débats, là où le secteur bancaire avait connu la plus forte expansion : en Suisse, où l'association « monnaie pleine » avait proposé dès 2015 de soumettre au referendum la proposition de retirer aux banques leur pouvoir de création monétaire (l'initiative a finalement été mise au vote et rejetée en 2018), et en Islande où la question a aussi été examinée dans un rapport consacré à la réforme du système monétaire³⁸.

35 Pour une description plus détaillée, dans le cas de la zone euro, se référer au site de la Banque centrale européenne : https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/what_is_money.fr.html

36 Alors que les paiements interbancaires sont effectués par les banques à partir de leurs comptes en monnaie de banque centrale auprès de la banque centrale.

37 Pour une description détaillée de la genèse de cette crise et de l'action des banques centrales, voir A. Tooze cité supra.

38 Pour une approche contemporaine de la thèse d'Irving Fisher, voir « The Chicago plan revisited » de J. Benes et M. Kumhof, IMF Working Paper, Research Department, WP12/202, août 2012, «The monetary system in crisis - Monetary reform proposals, and a simple suggestion for a more effective monetary policy » de M. Kroll, *Future Finance – Discussion Paper*, n° 1, 07/2015, World Future Council, 30 p. et, spécifiquement, pour l'Islande, voir Sigurvin B. Sigurjónsson, « Money Issuance, Alternative money systems, A report commissioned by the Icelandic Prime Minister's Office », www.kpmg.is

De nombreuses autres propositions, comme celles qui nous intéressent plus particulièrement (monnaie hélicoptère, don de monnaie centrale, prêt gratuit et perpétuel de la banque centrale au Trésor...), formulées depuis la crise financière et qui s'affirment avec la crise sanitaire, interrogent également chacune à sa façon le mode bancaire de création monétaire, son orientation et son encastrement dans la dette, pour réclamer que la création monétaire réponde mieux qu'aujourd'hui aux besoins sociétaux (climat, emploi, lutte contre les inégalités...).

À vrai dire, comme nous allons le montrer dans la section suivante, la monnaie bancaire a déjà commencé à se désencastrent de la dette. C'est tout particulièrement le cas de la monnaie de banque centrale depuis que sont déployées à grande échelle des mesures dites non conventionnelles de rachats d'actifs. Mais ce n'est vraisemblablement qu'une phase transitoire du désencastrement, loin de celui qui pourrait mener à l'encastrement (au sens de Polanyi³⁹) de la monnaie dans la société⁴⁰.

3. La transformation en cours du mode de création de monnaie centrale sous l'effet des mesures monétaires non conventionnelles

3.1. Les mesures non conventionnelles...

Depuis la crise des subprimes (2007-2008), la crise des dettes souveraines en Europe (2010) et la crise économique liée à la pandémie de Covid (2020), les banques centrales ont adopté des mesures monétaires dites « non conventionnelles » qui empruntent deux voies principales.

1. Le refinancement à plus long terme du secteur bancaire⁴¹.
2. Les achats d'actifs sur les marchés financiers ou « assouplissement quantitatif⁴² ».

Le programme de refinancement à long terme du secteur bancaire se distingue des opérations habituelles⁴³ de la banque centrale sur deux plans :

39 K. Polanyi, *La Grande Transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps* (1944), Paris, Gallimard, 2019 (1983).

40 Ou à son « réencastrement » historique dans la société si l'on considère que les paléomonnaies et les monnaies marchandises primitives étaient produites et mises en circulation par la société plutôt que monopolisées par une autorité. Voir *Les théories françaises de la monnaie*, dir. Pierre Alary, Jérôme Blanc, Ludovic Desmedt, Bruno Théret, PUF, 2004 (chapitre 3 de B. Courbis, E. Froment et J.-M. Servet, p.154 et suivantes) où les paléomonnaies sont analysées comme des « agents de la vie sociale », « pensées comme des instruments essentiels à l'existence du groupe ».

41 Pour la zone euro : MRO (« Main Refinancing Operations ») à trois mois en euros (et en dollars, grâce à des accords de swaps entre la BCE et la Fed), LTRO (« Longer-Term Refinancing Operations ») à trois ans, TLTRO (« targeted longer-term refinancing operations ») et PELTRO (« Pandemic emergency longer-term refinancing operations ») à quatre ans.

42 « Quantitative easing » (QE).

43 L'outil traditionnel et principal de refinancement des banques par la banque centrale est l'accord de « prise en pension » (*sale & repurchase agreement*) par lequel deux parties s'entendent simultanément sur deux transactions : une vente de titres au comptant par la banque à la banque centrale suivie d'un rachat à terme à

– par le niveau de taux d'intérêt, nul voire négatif dans certaines circonstances, auquel ces prêts sont accordés (ce qui était considéré comme une aberration il y a encore quelques années !);

– par la durée de ces prêts, qui va jusqu'à quatre ans, alors qu'en temps normal les prêts de liquidités de la banque centrale se font sur de courtes durées allant d'un jour à trois mois maximum.

Ces opérations restent cependant dans la logique du prêteur en dernier ressort, même si on est loin de la théorie originelle de Walter Bagehot : tous les établissements bancaires y ont droit et l'accès est gratuit, voire actuellement sous certaines conditions à taux négatifs. C'est surtout leur ampleur qui les rend exceptionnelles, puisqu'au bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2020, elles représentent plus du quart de l'actif contre guère plus de 5 % au 31 décembre 2000 (cf. annexe 1 – poste A52 du bilan).

Quant à l'assouplissement quantitatif, il consiste en programmes d'achats d'actifs financiers sur les marchés portant sur des titres de dettes publiques, de crédits immobiliers titrisés et d'obligations d'entreprises⁴⁴. L'évolution qui en résulte est plus profonde : ce n'est plus la demande de liquidités par le secteur bancaire et le prêt de telles liquidités par la banque centrale qui pilotent la création monétaire, mais bien une décision unilatérale de la banque centrale qui décide d'acheter des titres financiers⁴⁵ en créant de la monnaie de banque centrale.

3.2. ...ont installé un mode « acquisitif » de création de monnaie centrale

Sans qu'on le réalise vraiment, ces opérations ont transformé le mode de création monétaire : c'est une création monétaire déclenchée par la seule volonté de la banque centrale, détachée du mécanisme classique de crédit bancaire et qui a pour contrepartie une acquisition de titres financiers (actions, obligations et titres de dette publique). Les banques centrales ont ainsi substitué, au moins partiellement, un « mode acquisitif de création monétaire » au « mode bancaire de création monétaire ». Au lieu de détenir une créance sur le secteur bancaire comme contrepartie de la mise à sa disposition de monnaie centrale, la banque centrale détient des titres financiers pour son propre compte en contrepartie de la monnaie (centrale) qu'elle a mise en circulation.

En ce sens, la création monétaire se désencastre du mécanisme de la dette bancaire, et l'on passe d'un mécanisme de demande endogène de monnaie à un mécanisme d'offre exogène de monnaie. Il y a certes une « demande » à laquelle cette offre répond, et qui tend à troubler la caractérisation (endogène/exogène) de ce mode d'émission, mais c'est avant tout la

une date et un prix convenus d'avance. La différence de prix entre la cession au comptant et le rachat à terme paye le taux d'intérêt. Par rapport à un prêt classique avec mise en garantie de titres, la mise en pension présente l'avantage que le prêteur (la banque centrale) est réellement propriétaire du titre pendant la période du prêt.

44 Ce programme est composé de différents volets repris sous des acronymes aussi divers que APP, PSPP, CSPP, PEPP, etc.

45 Le TFUE et le protocole n° 4 imposent au SEBC de se limiter à des opérations de nature financière, le SEBC ne peut pas acquérir d'actifs réels (métaux précieux, immobilisations, etc.) dans le cadre de ses opérations monétaires.

demande du secteur bancaire et financier et non pas (ou en tout cas loin d'être directement) celle de l'économie réelle.

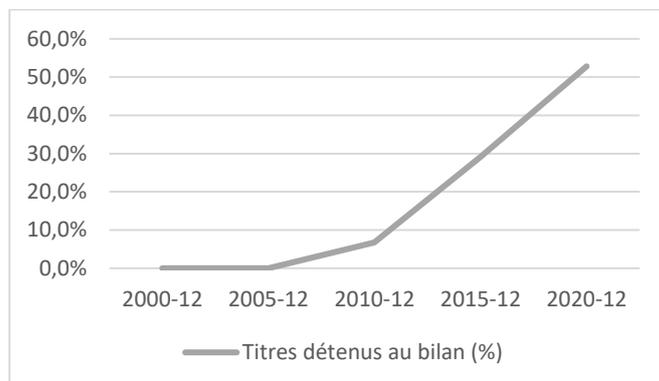
Précisons d'emblée, par ailleurs, ce que nous entendons par « désencastrement du mécanisme de la dette bancaire » : il ne s'agit évidemment pas de dire que la monnaie n'est plus une dette de celui qui l'émet envers ses utilisateurs. Une fois créée et créditée au passif de la banque centrale, quand il s'agit de réserves des banques à la banque centrale (monnaie centrale), et au passif d'une banque commerciale, quand il s'agit de dépôts (monnaie de banque commerciale), la monnaie demeure bien entendu une dette de l'institution monétaire envers ses créanciers (les banques pour la banque centrale, les déposants pour la banque commerciale). Par « désencastrement de la dette », nous désignons ici le fait que la monnaie ainsi mise en circulation n'a plus comme contrepartie, à l'actif de l'institution qui l'émet, un prêt (de la banque centrale aux banques) ou un crédit remboursable (des banques à leurs clients). Le mode acquisitif de création monétaire participe à ce désencastrement en substituant à l'actif de l'institution émettrice un titre au prêt/crédit.

Ce mode acquisitif existe déjà au bilan des banques commerciales. L'acquisition de titres (mais aussi de biens, de services, etc.) fait partie des contreparties de leur création monétaire et s'est considérablement développée au cours des dernières décennies avec le développement des activités de marché des banques⁴⁶. C'est beaucoup plus nouveau, en revanche, en ce qui concerne les banques centrales. Les achats fermes de titres ne constituaient qu'une part très minoritaire de leurs opérations d'*open market* jusqu'à la crise financière de 2007-2008. Depuis la gestion de cette crise et a fortiori celle de la crise sanitaire, ces achats de titres ont pris une part absolument inédite à l'échelle contemporaine de l'histoire monétaire. Les actifs détenus à des fins de politique monétaire représentaient 0 % du bilan de l'Eurosystème en décembre 2000 et 52,82 % de celui-ci en décembre 2020 pour un montant de 3 704 milliards d'euros (cf. l'extrait du bilan de l'Eurosystème dans le tableau 1 poste A71 du bilan et le bilan complet en annexe 1).

Tableau 1 : Part des titres détenus à des fins de politique monétaire au bilan consolidé de l'Eurosystème

Bilan de l'eurosystème (en millions d'euros)	2000-12	2005-12	2010-12	2015-12	2020-12
A71. Titres détenus à des fins de politique monétaire	0	0	134 829	805 280	3 704 857
Total bilan	835 065	1 038 152	2 004 432	2 767 815	7 014 661
Titres détenus au bilan (%)	0,0%	0,0%	6,7%	29,1%	52,8%

⁴⁶ Les réformes prudentielles qui ont eu lieu après la crise financière n'ont pas cherché à réduire la part des titres au bilan des banques, seulement à rehausser les exigences de fonds propres et de liquidité qui s'y rapportent. Des réformes structurelles (séparation des activités sur le mode du Glass Steagall Act américain de 1933, taxation des bilans bancaires, ...) qui auraient pu avoir plus d'impact en la matière, n'ont pas vu le jour en Europe (le projet européen de directive sur la séparation bancaire a, par exemple, été écarté) et sont restées limitées aux États-Unis (règle Volcker) et au Royaume-Uni (règles issues du rapport Vickers).



Ces achats ont, depuis 2015, largement participé à la croissance accélérée du stock de monnaie de banque centrale en circulation (M0). En vingt ans, la base monétaire a été multipliée par plus de 8 alors que la masse monétaire au sens large (M3) issue du secteur bancaire a été multipliée par 3 (cf. tableau 2 et sa version complète en annexe 2).

Tableau 2 : base monétaire et masse monétaire

Période	Agréats monétaires (en millions euros)			Évolution (1999 = 100)		
	M0	M1	M3	M0	M1	M3
2020-12	6 979 324	10 131 300	14 497 646	868,9	526,2	310,6
2015-12	2 781 145	6 614 314	10 850 414	346,3	343,6	232,5
2012-12	3 018 198	5 102 620	9 787 906	375,8	265,0	209,7
2010-12	2 004 432	4 709 706	9 294 345	249,6	244,6	199,1
2009-12	1 904 935	4 500 560	9 346 624	237,2	233,8	200,3
2008-12	2 043 465	3 992 465	9 401 865	254,4	207,4	201,4
2007-12	1 511 244	3 838 952	8 650 036	188,2	199,4	185,3
1999-12	803 192	1 925 201	4 667 221	100,0	100,0	100,0

Note : M0 désigne le stock de monnaie de banque centrale, appelé aussi base monétaire. M1 désigne la masse monétaire au sens le plus étroit, constituée des pièces, billets et dépôts à vue. M3 désigne la masse monétaire au sens large, incluant M1 plus des dépôts à court terme et les instruments négociables détenus sur des institutions monétaires (notamment titres d'OPCVM monétaires et certificats de dépôts).

Depuis 1999, date d'introduction de l'euro, la base monétaire a été multipliée par 8, la progression s'étant accélérée avec les rachats d'actifs qui ont débuté en 2015, tandis la masse monétaire au sens large a « seulement » triplé. La progression de M1 relativement plus forte que celle de M3 tient en partie aux programmes de rachats d'actifs qui font augmenter les réserves des banques et les dépôts des investisseurs non bancaires qui bénéficient aussi de ces rachats. Nous reportons ici les valeurs des agrégats M0, M1, M3 à quelques dates significatives (1999 pour l'introduction de l'euro ; 2007-2008 pour la crise financière ; 2010-2012 pour la

crise des dettes souveraines ; 2015 pour le début des rachats d'actifs ; 2020 pour la crise sanitaire. Le tableau complet figure en annexe 2.

3.3. Une contrepartie titre en lieu et place de la contrepartie dette

Ce mode acquisitif conserve deux aspects en commun avec le mode bancaire de création monétaire, qui sont étroitement liés l'un à l'autre : le caractère temporaire de la monnaie créée et l'existence d'une contrepartie. Insistons sur le fait que la contrepartie n'est plus une dette directe du secteur bancaire mais un titre financier⁴⁷ dont la banque centrale est propriétaire. C'est l'existence de cette contrepartie, remboursable ou revendable, qui rend la monnaie créée temporaire, puisqu'elle est détruite comptablement lorsque le titre financier est soit présenté au débiteur pour remboursement, soit revendu sur le marché financier. La monnaie centrale créée sur le mode acquisitif est donc, en ce sens, désencastrée de la dette bancaire, mais non libre de contrepartie et donc toujours temporaire.

Cela étant, ce mode acquisitif présente une différence essentielle vis-à-vis du mode bancaire de création monétaire : il ne fait pas naître une créance, il la fait seulement changer de main et la « monétise », c'est-à-dire qu'il la transforme en monnaie. Quand une banque commerciale octroie un crédit ou qu'une banque centrale refinance une banque en lui prêtant de la monnaie centrale, dans les deux cas une créance, qui n'existait pas auparavant, est créée. En revanche, dans le cas d'une acquisition de titre, la créance existait déjà – le titre avait déjà été émis et il était déjà à l'actif d'un détenteur. L'achat du titre par la banque centrale déplace la créance de l'actif de la banque ou du détenteur non bancaire qui le vend vers l'actif de la banque centrale (de même qu'un titre acheté par une banque déplace le titre de l'actif du vendeur vers l'actif de la banque commerciale) – cf. schéma.

Autrement dit, le titre change de main. Cela est sans incidence directe pour l'émetteur du titre : ce qu'il devait au créancier initial, avant que celui-ci ne revende son titre, est dû désormais à la banque centrale quand l'achat de titre est réalisé par la banque centrale (ou à la banque lorsqu'il est le fait de cette dernière).

Le titre est monétisé par le rachat effectué par la banque centrale comme par celui d'une banque : il est transformé en monnaie centrale dans le premier cas, en monnaie de banque commerciale dans le second cas. Cela a une incidence majeure pour le bénéficiaire du rachat et pour tous les bénéficiaires potentiels de ces rachats : les titres éligibles à ces rachats accèdent à un degré supérieur de liquidité, à la liquidité ultime lorsque ce rachat est effectué par la banque centrale. Si, pour figurer cela, on reprend l'image de la pyramide des monnaies qu'utilisent Daniela Gabor ou Perry Mehrling dans leurs travaux sur la monnaie du *shadow*

⁴⁷ Que le titre financier soit un titre de dette ou une action d'entreprise ne change rien au fait que la contrepartie n'est plus une dette, au sens où le bénéficiaire de la monnaie centrale (qui a vu, du fait du rachat de titre financier, ses réserves augmenter sur son compte à la banque centrale, s'il s'agit d'une banque, ou ses dépôts sur son compte dans sa banque commerciale, si le vendeur du titre n'est pas une banque) n'est pas endetté vis-à-vis de la banque centrale, alors que traditionnellement, quand la banque centrale crée de la monnaie sur le mode bancaire traditionnel en prêtant aux banques, la contrepartie est une dette des banques vis-à-vis de la banque centrale (de même que lorsqu'une banque commerciale crée de la monnaie en accordant un crédit, la contrepartie est une dette de son client vis-à-vis de la banque).

banking (monnaie financière ou monnaie de l'ombre), les rachats de la banque centrale font passer les titres du bas au sommet de la pyramide. Les rachats d'actifs étendent la financiarisation de la monnaie ou la monétarisation de la finance. La frontière entre monnaie et titres était déjà devenue poreuse avec l'expansion du marché des repos, comme l'ont expliqué Daniela Gabor et Jakob Vestergaard⁴⁸, Perry Mehrling⁴⁹, ou encore Zoltan Pozsar⁵⁰ ; avec les rachats de titres de la banque centrale, elle s'efface davantage encore pour tous les titres éligibles à ces rachats : une fois déclarés éligibles aux opérations d'achats menés par la banque centrale, les titres deviennent pour ainsi dire de la monnaie. Le pouvoir de création monétaire de la banque centrale est aussi un pouvoir de « monétisation » : tout actif acquis par la banque centrale donne lieu à création de monnaie, donc tout actif destiné à être acquis régulièrement et significativement par la banque centrale est pour son détenteur initial, par anticipation, assimilé à de la monnaie⁵¹.

Schéma : Évolution des bilans lors de l'achat de titres financiers par la banque centrale (BC)

Exemple 1 : La BC achète des titres à une banque commerciale pour une valeur de 100

banque centrale		banque	
Actif	Passif	Actif	Passif
Titres : +100	Réserves : +100	Titres : -100	Réserves : +100
Total bilan : + 100		Total bilan : Inchangé*	

Exemple 2 : La BC achète des titres à des tiers (entreprises, assurances, fonds de pension) sur le marché financier. La liquidation se fait via la banque

banque centrale		banque		tiers	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Titres : +100	Réserves +100	Réserves +100	Dépôts : + 100	Titres : -100	Dépôts : +100
Total bilan : + 100		Total bilan : +100		Total bilan : Inchangé*	

* Lors de la cession des titres financiers, ces acteurs actent une plus-value ou une moins-value. Cette opération n'est pas enregistrée ici pour une raison de simplification pédagogique

Source : auteurs. Adapté de « QE and bank balance sheets: the American experience », Céline Choulet, Note de conjoncture BNP Paribas, juillet-août 2015

Des masses entières de titres accèdent à la liquidité ultime, à l'usage exclusif des banques et autres bénéficiaires financiers des rachats d'actifs. Les ménages, les entreprises non financières, la grande majorité des collectivités locales et territoriales en sont exclus : c'est aux

48 Daniel Gabor et Jakob Vestergaard (2016), « Towards a theory of shadow money », Working paper, Institute for the New Economics Thinking, avril 2016 : <https://www.ineteconomics.org/research/research-papers/towards-a-theory-of-shadow-money>

49 Perry Mehrling (2012), « The inherent hierarchy of money » dans Lance Taylor, Armon Rezai et Thomas Michl (Hg.), *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley*, Oxon/New York, Routledge, p. 394-404.

50 Zoltan Pozsar (2014), « Shadow Banking: The Money View », Office of Financial Research, Working paper 14-04, 2 juillet 2014.

51 Le mécanisme de certificats carbone proposé par Michel Aglietta et Étienne Espagne dans « Financer les investissements pour une croissance soutenable en Europe », *Lettre du CEPII* n° 353 - mars 2015 reposait sur ce pouvoir de « monétisation » de la banque centrale.

banques ainsi qu'à des intermédiaires financiers non bancaires que la banque centrale rachète des titres et non pas à des agents non financiers tels que des entreprises ou des ménages. La monnaie créée par la banque centrale sur le mode acquisitif confère à ceux qui la reçoivent (en l'occurrence les banques et autres intermédiaires financiers) un mode alternatif d'accès à la liquidité sans endettement. En substance, ce mode acquisitif crée une monnaie dont la contrepartie n'est plus un prêt octroyé par la banque centrale mais un titre qu'elle détient, temporaire (du fait de sa contrepartie titre) et réservée à la sphère financière.

3.4. La financiarisation de la monnaie

L'extension du mode acquisitif de création monétaire aux banques centrales est en soi une reconnaissance, au moins implicite, de l'insuffisance du mode bancaire traditionnel de création monétaire. Le mode acquisitif vise à soutenir les objectifs traditionnels de la banque centrale par de nouveaux moyens. Le mandat reste inchangé, les moyens mis en œuvre sont neufs. Force est toutefois de constater qu'il ne parvient pas pour autant à ce que la monnaie bancaire irrigue mieux la société et réponde mieux à ses besoins économiques, sociaux, écologiques. Ce soutien consiste en fait à ajouter le canal des marchés financiers à celui des banques dans la transmission de la politique monétaire, mais il n'est parvenu qu'à étendre le pouvoir monétaire des banques à d'autres acteurs financiers dont les titres sont désormais de la quasi-monnaie. La raison qui peut être avancée tient à l'excès de financiarisation et à l'autonomie de la sphère financière qui en résulte. Banques et marchés financiers sont aujourd'hui des canaux imbriqués de transmission de la politique monétaire, qui bouclent sur eux-mêmes et sont largement déconnectés de l'économie réelle. La monnaie centrale a beau couler à flot par des prêts aux banques et des achats de titres sur les marchés, cela n'aide pas à accroître proportionnellement la circulation de la monnaie bancaire dans l'économie, ni à la réorienter plus massivement vers des usages productifs créateurs d'emploi, ni à mieux répartir la détention et l'usage, ni à répondre à l'urgence écologique. Elle ne fait qu'alimenter l'expansion et la déconnexion de la sphère financière.

D'une certaine manière, la proposition d'annulation des dettes à l'actif de l'Eurosystème réclamée par plus de 150 économistes européens en février 2021 visait, d'une part, à flécher la monnaie centrale créée par cette acquisition cumulée de quelque 3 000 milliards d'euros de titres de dette publique vers des usages collectifs indispensables puisqu'elle préconisait comme condition un investissement public dans la transition écologique équivalent au montant annulé et à rendre permanent le stock de monnaie correspondant en effaçant sa contrepartie (créance de l'Eurosystème sur les États). C'est au nom du mandat et de l'indépendance de la BCE que cette proposition est refusée ; ce constat renforce les interrogations sur l'adéquation de la doctrine et des principes de gouvernance de l'institution, au premier rang desquels son indépendance, dans les circonstances actuelles d'urgence économique, sociale et écologique. Ce mode de fonctionnement ne constitue-t-il pas un obstacle à l'orientation de la monnaie centrale vers les enjeux sociétaux majeurs (empêcher la crise sanitaire de détruire du potentiel productif et l'emploi, empêcher l'augmentation de la précarité et des inégalités, lutter contre le dérèglement climatique) ?

3.5. Une vaine perpétuation

Se pose la question de savoir si le mode acquisitif de création monétaire vient transformer, compléter, remplacer le mode de création de monnaie centrale qui prévalait jusqu'alors. C'est

a priori une monnaie d'assistance à la finance, censée ne pas perdurer au-delà de la gestion de crise. Mais force est de constater toutefois que ce mode acquisitif de création de monnaie centrale est en train de s'inscrire dans la durée : le Japon y recourt depuis 2001, les États-Unis et le Royaume-Uni depuis 2008, la zone euro depuis 2015... Progressivement, insensiblement, et même sans doute inconsciemment, il semble que le mode de création monétaire se transforme à nouveau, ce qui change aussi la conception de la monnaie qui le sous-tend : on passe d'une stricte conception endogène avec le mode bancaire de création monétaire issu de la Banking School à une conception plus souple, avec un mode acquisitif de création monétaire associé au mode bancaire. On entre dans un double mode d'émission monétaire, exogène avec le mode acquisitif de la banque centrale, et endogène avec le mode bancaire, un mode « exoendogène » en quelque sorte, qui en tout cas n'est plus exclusivement endogène.

Ce mode acquisitif de création de monnaie centrale permet-il de stabiliser la finance et *in fine* l'économie ? Rien n'est moins sûr. Ces rachats de titres revêtent un caractère nécessaire lorsque la banque centrale n'a plus de marge de manœuvre au niveau de ses taux directeurs, mais ils servent essentiellement à maintenir les taux d'intérêt à long terme à un niveau bas, tout particulièrement ceux des emprunteurs souverains⁵² dont les titres constituent une part prépondérante de ces rachats et, assurent un soutien aux marchés financiers, y compris boursiers et indirectement aussi au marché immobilier⁵³ (au moins jusqu'à présent). Dans le cas particulier de la zone euro, sans ces rachats de titres de dette publique par la banque centrale, on observerait très probablement des écarts significatifs de taux souverains entre les dix-neuf dettes souveraines qui coexistent en l'absence d'union budgétaire. En zone euro, ces rachats de titres par l'Eurosystème servent à pallier l'incomplétude d'une zone unie sur le plan monétaire mais pas sur le plan budgétaire, bien plus qu'à stabiliser les prix, l'économie et la finance. Certes, sans ces rachats de titres, la zone euro se serait peut-être enfoncée dans la déflation au sortir de la crise financière, mais force est de constater qu'ils n'ont pas permis à la BCE, du moins pas à ce jour, de renouer avec sa cible d'inflation. Ils exercent un effet indéniable sur les taux à long terme, mais ne suffisent pas pour autant à faire repartir l'investissement. Quant à leur effet sur la stabilité financière, peut-être permettent-ils d'éviter un effondrement financier à court terme, mais ils ne font que repousser à plus long terme ce risque d'instabilité en gorgeant de liquidités tous les segments de marché.

La question reste entière : « Comment mettre la monnaie centrale davantage au service de la stabilité économique et financière, au service de la société ? » Les propositions qui nous intéressent offrent la réponse suivante : en la libérant de manière permanente de l'obligation

52 L'achat en masse de titres de dettes par la banque centrale maintient la demande de titres à un niveau élevé, ce qui en apprécie le cours et donc en fait, mécaniquement, baisser le rendement et donc le taux d'intérêt.

53 Dans ce cas-ci aussi, une demande importante de titres assure un cours de Bourse élevé. Cours d'autant plus élevé que cette demande est alimentée par la nécessité de trouver une affectation rentable à la monnaie nouvellement créée par la banque centrale en échange des titres de dette cédés. Si l'afflux de liquidités centrales en vient à alimenter une hausse cumulative des cours boursiers, alors se forment des bulles spéculatives, dont l'éclatement pourrait enclencher une crise financière. La question de savoir si les rachats d'actifs de la banque centrale engendrent des bulles, sur les marchés financiers ou aussi sur le marché immobilier selon le même mécanisme, est toutefois débattue. Sans nécessairement déboucher sur des phénomènes de bulles, les hausses des prix d'actifs financiers et immobiliers, provoquées par les rachats d'actifs de la banque centrale, peuvent conduire à des inégalités patrimoniales de plus en plus fortes entre ceux qui détiennent un patrimoine mobilier ou immobilier survalorisé et ceux qui n'en possèdent pas. La jeune génération en serait victime puisqu'elle ne pourrait plus se constituer un patrimoine.

de contrepartie, ce qui implique de la créer sans cette contrepartie, et de l'orienter directement vers les besoins de dépense de l'économie réelle, ceux des ménages, ceux des entreprises, ceux des États tout particulièrement pour les accompagner et leur permettre de réaliser les investissements indispensables à la transition écologique. Nous en présentons le mécanisme dans la section suivante.

4. Vers un nouveau mécanisme de création de monnaie centrale au service du bien commun

4.1. L'introduction d'un mode volontaire de création monétaire sans contrepartie...

Alors que, dans la situation actuelle, avec les régimes bancaire et acquisitif de création monétaire, chaque unité de monnaie émise par la banque centrale a une contrepartie (un titre à son actif dans le mode acquisitif, une créance exigible sur les banques qu'elle refinance dans le mode bancaire classique), les propositions de monnaie hélicoptère, de dons monétaires ou encore de dividendes monétaires s'affranchissent de ce fondement essentiel du régime actuel de création monétaire par les banques centrales. Toutes ces propositions renoncent à la contrepartie de la monnaie pour les émissions dont elles parlent. L'hélicoptère monétaire consiste à distribuer de la monnaie sans contrepartie à la population, le don monétaire consiste à financer les investissements publics sans contrepartie, et le prêt gratuit et à horizon long de monnaie centrale aux États revient aussi à abandonner cette contrepartie dans une large mesure. C'est donc que, du point de vue de ces propositions, le volume de monnaie centrale en circulation ne doit pas nécessairement être adossé à 100 % à une créance. Si la banque centrale ne prend que quelques mesures ponctuelles (drone, hélicoptère, annulation de dettes publiques) ou récurrentes (dons monétaires) de création monétaire, coexistant alors avec la création monétaire classique (mode bancaire), la masse de monnaie centrale en circulation (base monétaire) restera assez largement adossée à des contreparties (à 80 % par exemple).

De manière implicite, ou explicite, ces propositions soulignent le fait que la confiance dans la monnaie ne provient pas de son adossement à une contrepartie mais bien d'un ensemble complexe d'institutions, de lois, de contrôles, de règles et de pratiques jugées légitimes par les utilisateurs de cette monnaie. En renonçant ainsi à la représentation de la monnaie par une contrepartie, le mécanisme de création monétaire s'en trouve radicalement modifié. On passe à un « mode volontaire de création de la monnaie centrale », sans acquisition de créance en contrepartie. Ce mode de création monétaire est réservé à la banque centrale agissant dans le cadre du bien public ou du bien commun. Il va bien au-delà de celui instauré avec l'assouplissement quantitatif⁵⁴. C'est la décision de l'autorité monétaire qui crée la monnaie.

⁵⁴ Bien que le mode acquisitif contienne une dimension volontaire ou décréale puisque c'est la banque centrale qui « décrète » le montant de ses achats d'actifs et la quantité de monnaie qu'elle crée pour le réaliser, il conserve une contrepartie (le titre acheté) à la différence du mode volontaire ou décréale, dans lequel cette contrepartie n'existe pas.

4.2. ...expression de la volonté politique de la monnaie

Ainsi, si les mesures monétaires proposées devaient être intégrées dans la panoplie des mesures que peut prendre la Banque centrale européenne⁵⁵, elle disposerait de trois modes complémentaires de création monétaire répondant à des objectifs différents : le mode bancaire classique, le mode acquisitif inauguré avec les mesures non conventionnelles et, selon ces propositions, le mode volontaire lui permettant d'opérer la distribution monétaire dont la société a collectivement besoin.

Ainsi donc, alors que dans le régime monétaire bancaire classique, c'est la « main invisible du marché » qui pilote la création de la monnaie, avec ces propositions nouvelles, c'est aussi la « main visible de la volonté politique » qui décrèterait la création monétaire et c'est également la main visible de la volonté politique qui décrèterait son attribution à l'un ou l'autre secteur de la société comme les ménages, les entreprises ou les autorités publiques en fonction d'objectifs sociaux, environnementaux, économiques ou autres.

Ces propositions aboutissent toutes à une création de monnaie permanente, qui n'obéit plus à la règle habituelle du reflux monétaire. Si, dans le régime classique, la monnaie est temporaire avec un flux monétaire augmentant le volume de monnaie en circulation créé par l'octroi des crédits et un reflux monétaire diminuant le volume monétaire causé par le remboursement de ceux-ci, ces propositions aboutissent à la création d'un stock de monnaie centrale censé circuler *ad vitam aeternam*. Ils ne prévoient pas, a priori, de mécanisme de destruction de la monnaie par le remboursement.

Cela pose un certain nombre de questions : sur l'adaptation du volume de monnaie centrale en circulation au niveau d'activité économique, sur le rapport entre les volumes respectifs de monnaie permanente et de monnaie temporaire en circulation, sur la manière de contrôler ces volumes afin de prévenir l'inflation, sur les éventuels abus d'émission (abus de la planche à billets) et sur la possibilité d'appliquer une politique monétaire dans un contexte où le volume monétaire en circulation échappe, en tout ou en partie, à la politique des taux d'intérêt de la banque centrale⁵⁶. Ces nouvelles problématiques nécessiteront de définir de nouvelles règles et de nouveaux outils adaptés au nouveau contexte. Nous en esquissons, dans ce qui suit, les principes principaux selon notre propre vision de la monnaie permanente libre de contrepartie.

5. Règles comptables et outils monétaires adaptés à ce nouveau mode d'émission

Ce nouveau mode de création rompt avec la définition comptable et financière actuelle de la monnaie qui veut que toute émission ait une contrepartie. La monnaie n'est plus nécessairement issue d'un mécanisme bancaire ou de création monétaire par endettement :

55 Ce qui nécessiterait une révision du protocole n° 4 du TFUE.

56 On notera toutefois que, depuis une dizaine d'années, depuis les opérations non conventionnelles, les taux d'intérêt de la banque centrale étant au plancher, ils ne sont déjà pratiquement plus des instruments de politique monétaire. La monnaie sur le marché de gros est gratuite ou presque.

avec l'introduction de la monnaie volontaire, une part de la monnaie en circulation serait libre de créance ou de tout autre contrepartie – et permanente au lieu d'être temporaire.

5.1. Un nouveau poste comptable pour équilibrer le bilan de la banque centrale

Les règles comptables devraient être adaptées au fait que le mécanisme volontaire d'émission monétaire transforme, au moins partiellement, la banque centrale en institut d'émission émettant de la monnaie sans contrepartie. Dès lors, à l'actif du bilan, à hauteur de l'endroit où, traditionnellement, on enregistre les titres détenus à des fins de politique monétaire, on enregistrerait le montant des émissions monétaires effectuées pour le compte de la collectivité. Ce poste comptable pourrait s'intituler « Contribution définitive aux objectifs publics », il permettrait, à des fins de politique monétaire mais également à des fins de contrôle démocratique, de faire un suivi très précis des montants émis au bénéfice de la collectivité sans contrepartie (cf. annexe 3 pour une illustration de l'enregistrement comptable de la monnaie volontaire).

Dans le système comptable actuel adapté aux banques centrales et à leur mode bancaire de création monétaire, la création de ce poste éviterait, aussi bien en cas d'abandon de créances de la banque centrale que de monnaie hélicoptère ou de don de monnaie centrale aux autorités publiques, d'avoir à enregistrer une perte au bilan de l'institution. Fonctionnellement, cette perte n'est pas un problème pour une banque centrale comme l'explique la Banque des règlements internationaux dans « Les finances des banques centrales⁵⁷ ».

Ce document fournit un cadre conceptuel visant à harmoniser les principes et les pratiques des banques centrales à travers le monde. Il rappelle à juste titre deux éléments essentiels.

– Le bilan d'une banque centrale ne peut pas être assimilé à celui d'une banque commerciale: « Les banques centrales ne sont pas des banques commerciales. Elles ne recherchent pas le profit et ne sont pas soumises aux mêmes contraintes financières que les établissements privés » ; « Les gains et les pertes de la banque centrale appartiennent à la société dans son ensemble⁵⁸ ».

– Une banque centrale peut fonctionner avec des fonds propres négatifs car elle n'a de dettes qu'en monnaie centrale qu'elle a le pouvoir de créer *ex nihilo et ad infinitum* : « Il est loin d'être clair pour tout le monde que les fonds propres comptables d'une banque centrale peuvent être négatifs sans qu'il y ait lieu de s'alarmer⁵⁹. »

Mais il souligne aussi que les marchés financiers, les responsables politiques et le grand public peuvent avoir des perceptions erronées du bilan d'une banque centrale et que, pour cette raison, en dépit du fait qu'elle peut fonctionner avec des fonds propres négatifs, « il importe que la banque centrale reste financièrement indépendante⁶⁰ ». Or, une perte au bilan de la

57 « Les finances des banques centrales », BIS Papers n°71, Banque des règlements internationaux, Département monétaire et économique, avril 2013, https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_fr.pdf

58 *Ibid.*, p. 1.

59 *Ibid.*

60 *Ibid.*

banque centrale n'étant compensable ni par émission monétaire⁶¹, ni par indemnisation⁶², mieux vaut trouver comptablement comment l'éviter. C'est exactement ce que permettrait ce nouveau poste d'actif, qui rétablirait l'égalité comptable dont a besoin le système comptable en partie double qui régit le mécanisme de création monétaire actuel.

Une autre raison, fonctionnelle, motiverait la création de ce poste d'actif non exigible : celui-ci permettrait de garder la mémoire du stock de monnaie permanente mise en circulation alors que celle-ci viendrait se fondre dans le stock de monnaie total. Le suivi grâce à ce poste d'actif de la monnaie permanente en circulation faciliterait son pilotage. En son absence, la politique monétaire serait rendue plus difficile.

5.2. L'adaptation de la politique monétaire à la coexistence entre mode d'émission volontaire et modes actuels de création monétaire

Le mode d'émission volontaire serait introduit pour répondre aux grandes problématiques actuelles comme financer la transition écologique, gérer activement une pandémie, assurer un revenu universel, garantir un emploi à tous, etc. Les diverses propositions que nous avons listées n'insistent pas nécessairement sur la même destination, et le choix de ces destinations ou attributions ne saurait être fixé a priori puisqu'il émanerait d'un choix démocratique.

Il nous appartient, en revanche, de clarifier l'incidence de ce nouveau mode d'émission, qui coexisterait avec les modes bancaires et acquisitifs existants propres à l'organisation marchande. L'émission monétaire ne saurait entièrement reposer sur ce mode volontaire, l'ordre marchand et financier ayant besoin des modes d'émission existants. Autrement dit, le volume de monnaie permanente issu du mode d'émission volontaire viendrait se fondre dans le volume de monnaie temporaire issu des modes d'émission actuels. Les instruments de la politique monétaire devraient être adaptés en conséquence.

61 Si par exemple la BCE créait 1 000 de monnaie centrale pour compenser une perte de 1 000 au bilan des BCN, les réserves de ces dernières augmenteraient de 1 000, mais cette création de monnaie centrale sans contrepartie se traduirait par une perte pour la BCE réduisant de 1 000 ses fonds propres. Au bilan consolidé de l'Eurosystème, la perte initiale de 1 000 demeurerait. On touche là aux limites de la comptabilité en partie double. Dans le mécanisme actuel, la banque centrale doit acquérir une créance pour pouvoir créer de la monnaie au passif et ne peut pas posséder sa propre monnaie sur un compte d'actif.

62 Dans le cas du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne, les articles 32.4 et 33.2 et du protocole n° 4 annexé au traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, prévoient que « si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve général de la BCE et, si nécessaire, après décision du conseil des gouverneurs, par les revenus monétaires de l'exercice financier concerné au prorata et jusqu'à concurrence des montants alloués aux banques centrales nationales conformément à l'article 32.5 » (article 33.2) et qu'en cas de pertes des banques centrales nationales, « le conseil des gouverneurs peut décider d'indemniser les banques centrales nationales pour les frais encourus à l'occasion de l'émission de billets ou, dans des circonstances exceptionnelles, pour des pertes particulières afférentes aux opérations de politique monétaire réalisées pour le compte du SEBC. L'indemnisation prend la forme que le conseil des gouverneurs juge appropriée ; ces montants peuvent être compensés avec le revenu monétaire des banques centrales nationales ». Mais ce dispositif d'indemnisation n'a pas été conçu pour permettre une solidarité entre les banques centrales du système. Aussi, il ne permettrait pas de couvrir des montants annulés de l'ordre de plusieurs milliers de milliards d'euros.

La régulation du stock de monnaie en circulation continuerait de reposer sur les mesures de politique monétaire adaptées à la monnaie temporaire, celles agissant sur le prix de la monnaie (taux d'intérêt)⁶³ et celles non conventionnelles agissant sur le volume de monnaie temporaire en circulation (élargissement/rétrécissement quantitatif). Cependant, ces mesures-là n'auraient pas de prise sur le volume de monnaie permanente libre de contrepartie. Par définition, ce volume de monnaie « libre » échappe au contrôle de la banque centrale, tout comme les pièces de monnaie échappaient au contrôle du souverain dès leur émission au Moyen Âge.

Aussi, pour agir sur le volume de monnaie permanente, il faudrait recourir à des outils supplémentaires de régulation monétaire, dont la vocation serait de rétablir le reflux qui n'existe pas spontanément avec le mode d'émission volontaire de monnaie libre de contrepartie, et de le piloter. Tout d'abord, il faudrait disposer d'outils permettant d'agir directement sur le volume monétaire en circulation : le faire augmenter sur décision du comité d'émission, le réduire s'il devenait excessif. Le réduire reviendrait à provoquer un certain reflux monétaire. Trois catégories de moyens sont envisageables :

- les moyens incitatifs tels que la vente par l'institut d'émission de titres d'emprunts rémunérés ;
- les moyens réglementaires tels que l'adaptation du niveau des réserves obligatoires déposées par les banques sur leur compte auprès de l'institut d'émission qui, bien que prévu par le cadre légal actuel, est tombé en désuétude (excepté en Chine), ou encore l'obligation pour l'État de constituer une réserve auprès de la banque centrale, fût-ce en émettant lui-même un emprunt auprès du grand public ;
- les moyens fiscaux par lesquels l'autorité publique effectuerait un prélèvement ponctuel ou récurrent directement sur la masse monétaire en circulation – ce qui reviendrait à disposer d'une monnaie fondante proche de la définition agricole (et biodégradable) de la monnaie⁶⁴.

C'est à l'institut d'émission qu'il reviendrait d'évaluer si le stock de monnaie permanente devient excessif, c'est-à-dire s'il se révèle constituer une capacité de dépense trop importante par rapport à la capacité d'offre, de nature à provoquer de l'inflation.

Cette crainte de l'inflation souvent associée aux propositions de monnaie hélicoptère ou de dons monétaires est cependant à tempérer. D'une part, ce mode de monnaie volontaire est proposé en réponse à un contexte macroéconomique, qui n'est plus celui d'un risque d'inflation élevée mais plutôt celui d'une déflation latente sur fond de stagnation séculaire ; auquel cas, faire remonter l'inflation serait une solution au problème des stocks massifs de dettes et non un problème. D'autre part, le facteur monétaire n'est pas le seul déterminant de l'inflation. Certes, le mode volontaire de création monétaire aboutirait à ce que la monnaie

63 Dont on rappelle qu'il est à zéro depuis de nombreuses années – indiquant par là que la politique monétaire traditionnelle bute sur des obstacles qu'elle ne parvient pas à surmonter.

64 Voir les travaux de S. Gesell, *L'Ordre économique naturel*, particulièrement le chapitre relatif à La monnaie franche, où il décrit le processus de perte de valeur de la monnaie en circulation et des effets attendus de celle-ci.

circule davantage dans la sphère réelle⁶⁵ que celle issue de modes bancaire et acquisitif, qui circule dans la sphère financière plus que dans la sphère réelle. La relation quantitative entre le stock de monnaie volontaire en circulation et le niveau général des prix serait donc probablement moins lâche que celle pratiquement inexistante aujourd'hui entre la masse monétaire et le niveau général des prix, probablement reportée au niveau des prix d'actifs financiers et immobiliers. D'où la nécessité de prévoir des mesures pour faire refluer, le cas échéant, le stock de monnaie volontaire, mais sans y voir une pathologie de la monnaie volontaire. La pathologie dont il conviendrait de s'inquiéter davantage aujourd'hui est plutôt celle d'une monnaie bancaire et d'un mode acquisitif dont la forte augmentation ne suffit pas à éloigner un risque déflationniste et qui ne parvient pas à offrir une solution aux problématiques contemporaines.

Ensuite, vu que le volume de monnaie permanente pourrait constituer une ressource gratuite pour le secteur bancaire (à moins de cantonner les transferts de monnaie centrale sur le compte des bénéficiaires – ménages, entreprises – auprès de l'institut d'émission et d'interdire qu'ils puissent être déposés sur des comptes bancaires) lui permettant de faire des profits excessifs et d'accorder des volumes excessifs de crédits, il conviendrait que l'institut d'émission puisse disposer d'un cadre réglementaire lui permettant de fixer de nouvelles règles agissant sur le prix de la monnaie, c'est-à-dire lui accorder la possibilité de fixer des taux d'intérêt minimum et maximum pour certains types d'opérations (prêts hypothécaires, prêts à la consommation, crédits à l'investissement, etc.). Il conviendrait aussi, pour les mêmes raisons, de limiter les effets de levier de chaque banque par rapport aux fonds propres dont elle dispose.

6. Partage et contrôle démocratique du pouvoir d'émission monétaire

L'introduction du mode d'émission volontaire, tourné vers le bien commun, à côté des modes d'émission existants, tournés vers l'ordre marchand, nous semble répondre à la nécessité de mieux partager le pouvoir d'émission monétaire, et justifie corrélativement de penser sa gouvernance autrement.

65 Parmi les critiques adressées à la monnaie hélicoptère, certaines mettent en avant qu'une partie significative des transferts aux ménages serait épargnée ou utilisée pour boursicoter (voir par exemple P. Artus, « L'Helicopter Money ou le "100% monnaie" n'évitent pas les bulles sur les prix des actifs », Flash Economie Natixis 29 mars 2021 – 232, ou l'enquête réalisée par la Réserve fédérale de New York : « How Have Households Used Their Stimulus Payments and How Would They Spend the Next? » : <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/10/how-have-households-used-their-stimulus-payments-and-how-would-they-spend-the-next.html>. Il est probable en effet qu'une partie des transferts ne serait pas dépensée, difficilement probable en revanche que la part de la monnaie centrale venant augmenter la dépense globale dans l'économie réelle soit plus faible que celle associée aux rachats d'actifs de la banque centrale. La monnaie hélicoptère favorise donc nécessairement moins les bulles de prix d'actifs que les rachats d'actifs.

6.1. Se protéger de l'accaparement du pouvoir monétaire

Ce sont, en effet, les règles d'émission qui attribuent le pouvoir monétaire. Or, du fait même de son ambivalence⁶⁶, à la fois lien social et objet de désir, donc d'accaparement, la monnaie ne peut demeurer l'expression du bien commun qu'à la condition d'inscrire le partage du pouvoir qu'elle confère dans son ou ses modes d'émission. Ce partage est l'indispensable garde-fou contre le risque d'accaparement du pouvoir monétaire. Si, par son mode d'émission, le pouvoir de la monnaie est tout entier confié à l'État, alors l'État fait de la monnaie « son » objet, s'il est tout entier confié à la banque ou à la finance, alors la monnaie devient « l'objet » de la finance et l'expression de l'ordre financier. Les modes bancaire et acquisitif d'émission actuels ne nous ont pas protégés contre ce risque d'accaparement. Bien au contraire ! De plus, parce qu'ils répondent avant tout aux exigences des ordres marchand et financier alors que les besoins de la société résident aujourd'hui dans la recherche d'une prospérité partagée respectueuse des limites planétaires, la monnaie qui en est issue n'est pas l'expression du bien commun.

Le mode volontaire de création monétaire vise justement à ce qu'elle le devienne. Il vise à établir la monnaie en tant qu'institution du bien commun au service d'objectifs cruciaux pour le maintien de la communauté (sa cohésion sociale, sa survie écologique...), décidés démocratiquement. Il encadrerait la monnaie dans la société, au sens où il créerait une potentialité énorme pour répondre aux enjeux sociétaux sans se heurter à la contrainte de soutenabilité de la dette publique, qui limite la capacité de réponse des autorités publiques à ces enjeux. Il la libérerait aussi de l'injonction totalement paradoxale, induite par le mode bancaire de création monétaire, d'avoir à soutenir sans cesse la croissance économique pour financer une transition écologique censée limiter l'impact environnemental et climatique négatif de... la croissance économique. Mais il peut être aussi une source légitime d'inquiétude, puisque ce seraient ces enjeux sociétaux et seulement eux qui déclencheraient la création de monnaie volontaire. Dès lors, par qui seraient-ils définis, reconnus, contrôlés ? Comment s'assurer d'une définition suffisamment consensuelle et démocratique de ces enjeux ? Comment éviter les dérives autocratiques, la récupération ou la capture sectorielle de ces enjeux ? Comment garantir l'alignement de ces enjeux sur l'intérêt général ?

6.2. Une gouvernance politique et démocratique

C'est aussi le modèle de gouvernance de chaque mode d'émission qui détermine le partage du pouvoir monétaire. Ce nouveau mode de création monétaire est a priori difficilement compatible avec une banque centrale ou un institut d'émission indépendants et non élus démocratiquement, car ils ne seraient pas légitimes pour définir et contrôler ces enjeux sociétaux. La décision d'émission pourrait-elle émaner de l'État (ou des États membres dans le cas européen) ? Difficilement aussi, selon nous, sans prendre le risque qu'il dispose alors d'une sorte de droit de tirage pour des dépenses dont il définirait lui-même le bien-fondé et qu'il pourrait détourner à d'autres fins politiques, plus court-termistes ou électoralistes.

A minima, la décision devrait reposer sur une collaboration étroite entre le Trésor et la banque centrale, ce qui mettrait fin à l'indépendance de cette dernière. Andrew Jackson et Ben Dyson

⁶⁶ Cette ambivalence a été théorisée par Michel Aglietta et André Orléan dans *La Monnaie, entre violence et confiance*, Ed. Odile Jacob, avril 2002.

avaient proposé⁶⁷, en ce sens, pour le Royaume-Uni, l'élection d'un comité de création monétaire (MPC en anglais) indépendant et démocratiquement constitué, dont la fonction serait de décréter le montant des nouvelles émissions monétaires destinées aux dons au gouvernement et aux prêts aux banques. Ce comité se caractériserait ainsi : « *The MPC would need to communicate and collaborate with the Treasury. This may require more cooperation between monetary and fiscal policy than the current consensus around central bank independence would support*⁶⁸. » Les propositions de rétablissement du circuit du Trésor français⁶⁹ s'inscrivent aussi dans cette perspective de gouvernance brisant l'indépendance de la banque centrale et la remettant au service du Trésor.

Cependant, le risque n'est pas à écarter qu'au sein d'une telle structure de gouvernance reposant sur un lien fort entre le Trésor et l'institut d'émission la collaboration étroite se transforme vite en complète fusion, faisant de la monnaie la « créature de l'État⁷⁰ », à la façon dont les partisans de la TMM se la représentent alors qu'elle ne s'y réduit pas, ainsi que le rappelle André Orléan : « La monnaie est dans son essence une puissance indépendante de l'État⁷¹ » (St. Petersburg's Conference, avril 2021).

En conséquence, il nous semble important de souligner que si un mode volontaire de création monétaire venait à s'insérer dans le régime monétaire existant, la gouvernance de son mode d'émission devrait reposer sur une structure de concertation, qui n'associerait pas seulement l'institut d'émission et le Trésor, mais inclurait plus largement les parties concernées. Cela reviendrait concrètement, s'il était mis en place dans la zone euro par exemple, à en confier la décision à un comité qui inclurait des représentants de l'Eurosystème, des États membres, de la Commission européenne, des parlements, d'ONG (environnementales notamment), de la communauté des scientifiques (par exemple, ceux du climat pour la transition écologique, ceux de la santé pour les enjeux sanitaires, etc.⁷²).

Quoi qu'il en soit, ce nouveau mode de création monétaire irait nécessairement de pair avec des structures institutionnelles nouvelles, qui restent à définir et qui viseraient, en rassemblant l'ensemble des parties concernées, à ce que le pouvoir de création monétaire soit partagé pour demeurer au service du collectif et être mis à l'abri de son accaparement par des intérêts

67 Cette proposition s'inscrit dans un large projet de réforme, qui cumule des éléments de celle proposée par Irving Fisher (100% monnaie) et ceux de la théorie monétaire moderne, dont on trouvera un tableau de synthèse à la page 243 de leur ouvrage A. Jackson & B. Dyson, *Modernising Money, Positivemoney*, 2013, 334 p.

68 Voir « Sovereign Money: an Introduction », Ben Dyson, Graham Hodgson & Frank van Lerven: <https://positivemoney.org/wp-content/uploads/2016/12/SovereignMoney-AnIntroduction-20161214.pdf>

69 Cf. Lemoine (2016) *op. cit.*

70 J.-F. Ponsot, « La monnaie n'est pas nocive et elle est avant tout une créature de... l'État », *Le Monde*, 2 avril 2021.

71 « Certes l'État utilise la monnaie pour la collecte des impôts mais il ne la crée pas. Telle est notre critique à l'égard de la Théorie Monétaire Moderne. La monnaie est dans son essence une puissance indépendante de l'État » in « La communauté monétaire comme corps politique Réflexions sur le néo-chartalisme : un point de vue institutionnaliste », St. Petersburg's Conference « Money and Interest: Economics and Ethics », St. Petersburg State University, 26-28 avril 2021.

72 Cet aspect était évoqué dans « Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement » (J. Couppey-Soubeyran, Note Veblen, 2 décembre 2020), où figure une proposition de monétisation des dépenses d'investissements publics dans la transition écologique, qui nécessiterait une structure nouvelle de gouvernance, associant toutes les parties prenantes.

privés, autant que par ceux de la puissance publique qui, si elle en avait l'entier pouvoir, pourrait aussi le détourner à ses propres fins, militaires ou répressives par exemple⁷³.

Le schéma que nous esquissons de cette monnaie volontaire, permanente libre de contrepartie, à travers la gouvernance de son mode d'émission que nous venons d'exposer, peut se décliner à différentes échelles : celle d'une zone monétaire, celle des pays qui la composent, celles des territoires et des régions de ces pays, en coordonnant ces différents niveaux d'action. L'attribution des montants créés par l'institut d'émission pourrait ainsi passer par des services publics décentralisés, organisés selon le même mode de gouvernance partagée, capables d'appréhender et de piloter des projets, à l'échelle nationale mais aussi locale, départementale ou régionale.

Et cela ne serait en rien antinomique avec, par exemple, la densification d'un réseau de banques publiques locales, ou encore le développement de monnaies locales, qui constituent des leviers complémentaires de revitalisation ou de rétablissement du bien commun sur les territoires. Monnaie volontaire, monnaie bancaire et monnaies complémentaires coexisteraient pour s'accorder avec ce qu'exigent les relations marchandes sans desservir le bien commun.

7. Conclusion

Dans cette note, nous avons cherché à montrer que la plupart des propositions monétaires actuelles (parfois anciennes d'ailleurs mais remises au goût du jour), en tout cas celles que nous avons ici mises en avant sont, aussi diverses qu'elles puissent paraître, liées entre elles par un double processus dans lequel elles s'inscrivent.

D'une part, un processus historique de transformation du mécanisme de création monétaire : il y a près de deux siècles, le « mode bancaire de création monétaire » s'est substitué à la « frappe monétaire » ; lui-même a été partiellement remplacé plus récemment dans un contexte de multi-crisis – crise financière (2008), crise de dettes souveraines (2010) et crise économique pandémique (2020) –, au moyen des mesures non conventionnelles, par le « mode acquisitif de création monétaire » que ces propositions alternatives visent à présent à compléter ou transformer en un « mode volontaire de création de monnaie centrale ».

D'autre part, un processus historique de désencastrement progressif de la monnaie : d'abord un désencastrement de la contrepartie physique (or, argent ou métal précieux) que le mode bancaire a remplacé par de la dette ; ensuite un désencastrement de la dette bancaire⁷⁴ dont le mode volontaire, libre de contrepartie, s'affranchirait. En tant que pure convention sociale, la monnaie n'a pas besoin de contrepartie. C'est de la confiance de la collectivité que la monnaie a besoin. Elle doit pour cela rester l'expression du bien commun. Lorsque son architecture ne lui permet plus de l'être, c'est que sa transformation est nécessaire.

73 Pour un exemple d'utilisation inappropriée de l'émission monétaire, lire *Le Salaire de la destruction : Formation et ruine de l'économie nazie*, d'A. Tooze, Perrin, collection tempus, 2016 (2006 pour l'édition originale), 1018 p.

74 Cf. la thèse d'Augustin Sersiron (*op. cit.*) dont le sujet est précisément de désencastrement la création monétaire du marché du crédit.

Le mode bancaire classique avait répondu à l'essor de la société marchande, mais a enfermé le pouvoir de création monétaire dans le secteur bancaire, sans introduire une régulation suffisamment forte pour en flécher sa destination vers l'économie réelle et en garantir l'utilité sociale. La monnaie bancaire n'est plus une réponse suffisante aux besoins de la société contemporaine. Elle n'est plus l'expression du bien commun. Le mode acquisitif de création monétaire n'a en rien corrigé cette situation d'accaparement de la monnaie et a intensifié la circulation de la monnaie au sein de la sphère financière, sans répondre aux maux sociétaux (dérèglement climatique, inégalités, chômage, précarité...) voire, au contraire, en les accentuant. Encadrer la monnaie dans la société, réencadrer la création monétaire dans les limites de la disponibilité des ressources naturelles, la mettre au service de la réduction des incertitudes climatiques, implique un mode volontaire de création monétaire tourné vers les besoins de la société et contrôlé par elle, décidé au sein d'une structure permettant leur expression démocratique.

En dotant l'architecture monétaire actuelle d'un mode volontaire de création de monnaie centrale, qui viendrait non pas remplacer mais compléter les modes existants, on transformerait plus ou moins radicalement la banque centrale indépendante et technocratique en une institution monétaire démocratique, qui financerait directement l'objectif politique que s'est assigné l'ordre politique. Selon le drone et l'hélicoptère monétaires et le dividende universel, elle serait directement distribuée aux ménages, voire aussi aux entreprises et, selon les autres propositions, elle financerait directement les autorités publiques sans intermédiaire.

L'enjeu fondamental de ces propositions est le transfert d'une partie du pouvoir financier du secteur bancaire vers des autorités politiques (non réduites à l'État) qui créeraient la monnaie en réponse aux besoins sociétaux exprimés par la collectivité. C'est un réel enjeu de « démocratie monétaire », comme le soulignait un ouvrage récent⁷⁵. Et, lorsque l'on voit la façon dont a été reçue la proposition d'annulation conditionnelle des dettes publiques détenues par l'Eurosysteme, on se dit que l'homérique bataille entre les « prudents » de la Currency School et les « audacieux » de la Banking School risque de se reproduire, mais aujourd'hui avec les tenants de la Banking School dans le rôle des « prudents » conservateurs, et le paradoxe que cette fois, c'est la conception endogène, bancaire et privée de la monnaie qui est sous la pression d'une conception exogène, sociétale et publique de celle-ci.

Enfin, si on imagine que les plus grands défis actuels des autorités publiques sont les investissements contre le changement climatique et la restauration de la biodiversité en conservant la cohésion sociale et que l'on constate que ces indispensables investissements ne trouvent pas de financement du fait de leur non-rentabilité financière, on peut commencer à imaginer que la transformation monétaire permise par l'instauration de ce nouveau mode d'émission monétaire aiderait à mieux répondre aux défis du XXI^e siècle. On est, en tout cas, en droit de se poser la question de savoir si une transition écologique est envisageable sans transition monétaire.

75 A. Peters, *De la dictature financière à la démocratie monétaire*, Collection Questions contemporaines, L'Harmattan, 2016, 200 p.

Annexe 1 : Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème

	Rubrique	% début période	2000-12	2005-12	2010-12	2015-12	2020-12	% fin période
	(en millions d'euros)							
A	Actif	100,00 %	835 065	1 038 152	2 004 432	2 767 815	7 014 661	100,00%
A1	Avoirs et créances en or	14,02 %	117 073	163 881	367 402	348 851	559 281	7,97%
A2	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	30,98 %	258 688	154 141	223 995	298 187	356 743	5,09%
A21	Créances sur le FMI	3,20 %	26 727	16 391	71 319	79 083	87 079	1,24%
A22	Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	27,78 %	231 961	137 750	152 675	219 104	269 664	3,84%
A3	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	1,89 %	15 750	23 694	26 941	32 212	24 535	0,35%
A4	Créances en euro sur des non-résidents de la zone euro	0,45 %	3 746	9 185	22 592	20 468	12 966	0,18%
A41	Comptes auprès de banques, titres et prêts	0,45 %	3 746	9 185	22 592	20 468	12 966	0,18%
A5	Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	32,17 %	268 648	405 967	546 747	542 488	1 792 839	25,56%
A51	Opérations principales de refinancement	26,70 %	222 988	315 001	227 865	72 908	262	0,00%
A52	Opérations de refinancement à plus long terme	5,39 %	45 000	90 017	298 217	469 543	1 792 574	25,55%
A52	Cessions temporaires de réglage fin	0,00 %	0	0	20 623	0	0	0,00%
A54	Cessions temporaires à des fins structurelles	0,00 %	0	0	0	0	0	0,00%
A55	Facilité de prêt marginal	0,07 %	607	949	25	37	3	0,00%
A56	Appels de marge versés	0,01 %	53	0	17	0	0	0,00%
A6	Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	0,07 %	578	3 635	45 654	111 767	31 920	0,46%
A7	Titres en euro émis par des résidents de la zone euro	3,11 %	25 958	92 367	457 427	1 163 346	3 900 861	55,61%
A71	Titres détenus à des fins de politique monétaire	0,00 %			134 829	805 280	3 704 857	52,82%
A72	Autres titres	0,00 %			322 598	358 066	196 004	2,79%
A8	Créances en euro sur des administrations publiques	6,91 %	57 671	40 113	34 954	25 151	22 773	0,32%
A9	Autres actifs	10,41 %	86 953	145 169	278 719	225 345	312 783	4,46%

La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun

	Rubrique	% début période	2000-12	2005-12	2010-12	2015-12	2020-12	% fin période
	(en millions d'euros)							
L	Passif	100,00%	835 065	1 038 152	2 004 432	2 767 815	7 014 661	100,00%
L1	Billets en circulation	44,47%	371 370	565 216	839 702	1 083 395	1 433 564	20,44%
L2	Engagements en euro envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	14,93%	124 642	155 535	378 008	757 053	3 570 863	50,91%
L21	Comptes courants	14,90%	124 402	155 283	212 739	579 859	2 979 440	42,47%
L22	Facilité de dépôt	0,03%	240	252	104 458	177 054	591 423	8,43%
L23	Reprises de liquidités en blanc	0,00%	0	0	60 784	0	0	0,00%
L24	Cessions temporaires de réglage fin	0,00%	0	0	0	0	0	0,00%
L25	Appels de marge reçus	0,00%	0	0	27	140	0	0,00%
L3	Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	0,00%		207	2 808	5 098	17 801	0,25%
L4	Certificats de dette émis	0,45%	3 784	0	0	0	0	0,00%
L5	Engagements en euro envers d'autres résidents de la zone euro	6,87%	57 343	41 767	79 791	152 227	621 330	8,86%
L51	Engagements envers des administrations publiques	6,39%	53 352	34 190	71 684	70 092	540 119	7,70%
L52	Autres engagements	0,48%	3 991	7 577	8 107	82 136	81 211	1,16%
L6	Engagements en euro envers des non-résidents de la zone euro	1,30%	10 824	13 224	47 703	40 831	349 241	4,98%
L7	Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	0,10%	807	367	1 995	2 762	7 966	0,11%
L8	Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	1,49%	12 414	8 405	14 346	4 137	4 055	0,06%
L81	Dépôts, comptes et autres engagements	1,49%	12 414	8 405	14 346	4 137	4 055	0,06%
L82	Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0,00%	0	0	0	0	0	0,00%
L9	Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	0,80%	6 702	5 920	54 480	58 210	55 888	0,80%
L10	Autres passifs	8,80%	73 452	7 043	175 932	216 165	301 658	4,30%
L11	Comptes de réévaluation	2,12%	17 668	119 113	331 524	350 735	543 498	7,75%
L12	Capital et réserves	6,71%	56 059	58 355	78 143	97 201	108 797	1,55%

Annexe 2 : base monétaire et masse monétaire

Période	Agréats monétaires (en millions euros)			Évolution (1999 = 100)		
	M0	M1	M3	M0	M1	M3
2020-12	6 979 324	10 131 300	14 497 646	868,9	526,2	310,6
2019-12	4 691 998	8 944 737	12 999 113	584,2	464,6	278,5
2018-12	4 669 003	8 278 090	12 371 789	581,3	430,0	265,1
2017-12	4 471 563	7 750 111	11 867 538	556,7	402,6	254,3
2016-12	3 662 901	7 158 714	11 389 727	456,0	371,8	244,0
2015-12	2 781 145	6 614 314	10 850 414	346,3	343,6	232,5
2014-12	2 150 247	5 944 224	10 334 896	267,7	308,8	221,4
2013-12	2 285 399	5 384 753	9 835 620	284,5	279,7	210,7
2012-12	3 018 198	5 102 620	9 787 906	375,8	265,0	209,7
2011-12	2 735 628	4 803 639	9 497 601	340,6	249,5	203,5
2010-12	2 004 432	4 709 706	9 294 345	249,6	244,6	199,1
2009-12	1 904 935	4 500 560	9 346 624	237,2	233,8	200,3
2008-12	2 043 465	3 992 465	9 401 865	254,4	207,4	201,4
2007-12	1 511 244	3 838 952	8 650 036	188,2	199,4	185,3
2006-12	1 150 980	3 696 413	7 756 980	143,3	192,0	166,2
2005-12	1 038 152	3 422 279	7 087 688	129,3	177,8	151,9
2004-12	884 233	2 905 953	6 540 370	110,1	150,9	140,1
2003-12	835 157	2 681 722	6 148 767	104,0	139,3	131,7
2002-12	832 558	2 442 884	5 767 431	103,7	126,9	123,6
2001-12	814 662	2 221 922	5 402 883	101,4	115,4	115,8
2000-12	835 065	2 025 182	4 859 203	104,0	105,2	104,1
1999-12	803 192	1 925 201	4 667 221	100,0	100,0	100,0

Depuis 1999, date d'introduction de l'euro, la base monétaire a été multipliée par 8, la progression s'étant accélérée avec les rachats d'actifs qui ont débuté en 2015, tandis la masse monétaire au sens large a « seulement » triplé. La progression de M1 relativement plus forte que celle de M3 tient en partie aux programmes de rachats d'actifs qui font augmenter les réserves des banques et les dépôts des investisseurs non bancaires qui bénéficient aussi de ces rachats.

Annexe 3 : enregistrement comptable de la monnaie volontaire

Rappel préalable

- Au passif du bilan d'une banque centrale est enregistrée la monnaie émise sous forme de dépôts des clients (principalement des banques). Il s'agit d'engagements de la banque centrale à livrer de la monnaie à la simple demande de ses clients.
- À l'actif du bilan d'une banque centrale sont enregistrés, entre autres, les titres de créances, les autres titres financiers et les immobilisations (or, immobilier et autres) qui constituent les garanties constituées par les banques auprès de la banque centrale en échange des engagements de cette dernière.
- En temps normal, les garanties constituées (à l'actif) ont une valeur supérieure à celle des engagements⁷⁶. Aussi, en temps normal, un poste de réévaluation est présent au passif pour équilibrer le bilan.

Pour assumer les missions d'un Institut d'émission monétaire émettant de la monnaie volontaire (au passif) – sans contrepartie financière (à l'actif) – la structure du bilan de la banque centrale doit être adaptée pour pouvoir équilibrer le bilan et refléter parfaitement la nouvelle politique monétaire. C'est pourquoi, nous proposons de créer un nouveau poste d'actif « Contribution définitive aux objectifs publics ». Il est destiné à enregistrer les montants émis de manière décréale (volontaire) et sans autre acquisition d'actifs, c'est-à-dire les émissions de monnaie permanente au profit de la nation. Du point de vue comptable, ces contributions peuvent être traitées sous forme d'immobilisations financières définitives et non exigibles. Vu la nature non exigible de ces montants, nous plaçons ce poste en pied de bilan face au « capital » qui, lui non plus, n'est pas exigible.

⁷⁶ Pour éviter des pertes dues à des variations de valorisation des garanties entre le moment où la banque centrale prête de la monnaie et le moment où elle en reçoit le remboursement, la banque centrale applique toujours une décote aux titres qu'elle prend en garantie. La décote (ou *haircut* en anglais) est la différence entre la valeur de marché d'un actif et la valeur attribuée à cet actif lorsqu'il est utilisée comme garantie d'un prêt.

Proposition de nouvelle structure du bilan de la banque centrale avec le nouveau poste comptable

ACTIF		PASSIF	
1.	Avoirs et créances en or	1.	Billets en circulation
2.	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2.	Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire
3.	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	3.	Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro
4.	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	4.	Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro
5.	Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	5.	Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro
6.	Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	6.	Engagements en devises envers des résidents de la zone euro
7.	Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	7.	Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro
	7.1. Titres détenus à des fins de politique monétaire	8.	Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI
8.	Créances intra-Eurosystème	9.	Engagements envers l'Eurosystème
9.	Créances en euro sur des administrations publiques	10.	Autres engagements
		11.	Provisions
10.	Autres actifs	12.	Comptes de réévaluation
11.	Contribution définitive aux objectifs publics	13.	Capital, fonds de réserve et réserve disponible
		14.	Bénéfice de l'exercice
	Total		Total

Concrètement, comment fonctionne cette structure comptable dans différentes situations ?

1. Les dons monétaires

Pour toutes les formes de don monétaire (drone, hélicoptère, don, dividende universel) aux autorités publiques ou aux ménages, on aura l'écriture suivante au moment de la création de la monnaie.

	Débit	Crédit
11. Contribution définitive aux objectifs publics	+	
à 4. Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro		+

N.B. Le poste comptable « 4. Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro » doit évidemment faire l'objet de subdivisions en sous-postes en fonction des destinataires. Si on désire transférer de la monnaie directement aux particuliers depuis la banque centrale, chaque particulier devra posséder un sous-compte de ce compte 4.

2. Prêt à longue échéance aux autorités publiques suivi d'une annulation

Les prêts à longue échéance aux autorités publiques⁷⁷ se traitent comme les prêts au secteur bancaire mais avec un engagement envers ces autorités publiques plutôt que vers ce dernier secteur. L'autorité publique (internationale, nationale, régionale ou locale) émet des obligations qui sont directement souscrites par la banque centrale et conservées jusqu'à leur terme. On notera qu'il s'agit ici d'émission de monnaie temporaire qui n'utilise pas le nouveau poste comptable. On aura alors l'écriture comptable suivante.

	Débit	Crédit
9. Créances en euro sur des administrations publiques	+	
à 4. Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro		+

La banque centrale et les autorités publiques conviennent ensuite d'annuler la dette publique détenue par la banque centrale. On aura alors l'annulation de la détention des titres et leur conversion en une contribution définitive aux objectifs de la nation⁷⁸. Comptablement, il s'agit de solder le poste d'actif « créances en euros sur des administrations publiques » et de transférer le montant vers le nouveau poste d'actif « contribution définitive aux objectifs publics ».

⁷⁷ Qui, à l'heure actuelle, sont interdits par l'article 123 du TFU et l'article 21 du protocole n° 4 du SEBC.

⁷⁸ Dans l'état actuel de la législation, cette opération est donc doublement hypothétique puisque la banque centrale ni ne prête pas aux autorités publiques, ni n'annule les dettes de ces dernières envers elle.

	Débit	Crédit
11. Contribution définitive aux objectifs publics	+	
à 9. Créances en euros sur des administrations publiques		+

3. Achat de dette publique dans le cadre de la politique monétaire

Dans le cadre de sa politique monétaire (assouplissement quantitatif, par exemple), la banque centrale achète des titres de dette publique via le secteur bancaire. Au moment de l'achat, elle se réserve le droit de remettre les titres sur le marché financier ou de les présenter aux débiteurs à leur terme. La monnaie qu'elle a créée est immédiatement versée sur les comptes des banques. L'écriture comptable est :

	Débit	Crédit
7.1. Titres détenus à des fins de politique monétaire	+	
à 2. Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire		+

4. Annulation de la dette publique initialement souscrite dans le cadre de la politique monétaire

Supposons à présent que la banque centrale et les autorités publiques conviennent d'annuler la dette publique détenue par la banque centrale initialement souscrite dans le cadre de la politique monétaire. Comptablement, il faut alors annuler la détention des titres à des fins de politique monétaire et les convertir en une contribution définitive aux objectifs publics. On aura alors l'écriture suivante.

	Débit	Crédit
11. Contribution définitive aux objectifs publics	+	
à 7.1. Titres détenus à des fins de politique monétaire		+

On notera que, dans ce cas-ci, en fonction des prix d'acquisition de ces titres et des valeurs de marché à laquelle ces titres sont enregistrés au bilan, la banque centrale pourrait devoir enregistrer une différence par rapport à la valeur nominale du titre. Cette différence sera enregistrée dans le compte de résultats.

Conclusions sur la méthode comptable

La méthode comptable proposée ici paraîtra totalement hétérodoxe aux spécialistes de la comptabilité. En effet, d'un point de vue strictement comptable, les montants repris sous le compte « 11. Contribution définitive aux objectifs publics » ne valent plus rien, car ce poste ne reprend pas d'actifs monnayables. Ce qui se trouve sous ce poste n'a pas de valeur ou plutôt, ce poste devrait avoir une valeur égale à zéro. D'un strict point de vue comptable, il devrait disparaître du bilan.

Mais, comme en attestent

- la publication « Les finances des banques centrales⁷⁹ » éditée par la banque des règlements internationaux (BRI), organisme international en charge de la régulation des banques centrales à travers le monde et
- « l'orientation⁸⁰ de la Banque centrale européenne concernant le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales (BCE/2016/34) (2016/22497/UE) »,

la comptabilité des banques centrales déroge en de nombreux points aux règles habituelles de la comptabilité.

La BRI, dans « Les finances des banques centrales », souligne que

- « les banques centrales ne sont pas des banques commerciales. Elles ne recherchent pas le profit et ne sont pas soumises aux mêmes contraintes financières que les établissements privés⁸¹ »,
- « les banques centrales détiennent de nombreux actifs et passifs dont les variations de valeur ne sont pas pertinentes, même selon les normes internationales d'information financière (IFRS)⁸² »,
- « en matière de conventions comptables, il peut être nécessaire de s'écarter de manière sélective mais transparente des normes internationales d'information financière (IFRS)⁸³ ».

Les articles 3 et 4 de l'orientation précisent certains principes comptables :

- « Réalité économique et transparence : les méthodes comptables et l'information financière reflètent la réalité économique, sont transparentes et sont définies dans le

79 « Les finances des banques centrales », BIS Papers n° 71, Banque des règlements internationaux, Département monétaire et économique, avril 2013, https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_fr.pdf

80 Une orientation est un texte légal pris par la BCE qui donne des instructions impératives aux banques centrales nationales. Le concept d'orientation est défini par le protocole n° 4 portant sur les statuts du SEBC et de la BCE, en particulier l'article 14.3 qui précise que « Les banques centrales nationales font partie intégrante du SEBC et agissent conformément aux orientations et aux instructions de la BCE. Le conseil des gouverneurs prend les mesures nécessaires pour assurer le respect des orientations et des instructions de la BCE, et exige que toutes les informations nécessaires lui soient fournies ».

81 « Les finances des banques centrales », *op. cit.*, p. 1.

82 *Ibid.*, p. 2.

83 *Ibid.*, p. 3.

respect de l'intelligibilité, la pertinence, la fiabilité et la comparabilité. Les opérations sont enregistrées et présentées conformément à leur nature et à leur réalité économique, et non pas simplement à leur forme juridique » ;

- « Principe de continuité de l'exploitation : les comptes sont élaborés conformément au principe de continuité de l'exploitation ».

En conséquence, ce bilan qui paraîtra, à d'aucuns, comme une transgression de la « réalité financière » puisque, de fait, le montant repris sous « 11. Contribution définitive aux objectifs publics » n'est plus réellement un actif réalisable de la banque centrale est, en revanche, conforme à la réalité économique et à la réalité de la politique monétaire menée par notre institution monétaire hybride avec ses deux ailes, la banque centrale classique et son mode bancaire de création monétaire, d'un côté et, l'institut d'émission monétaire et son mode décrétoal de création monétaire, de l'autre côté.

La structure bilantaire présentée ici contient toute l'information pour rendre compte de la réalité monétaire et permet d'assurer la continuité de l'exploitation. Son objectif est rempli !