

CHAPITRE 1

La monnaie

Mis à jour en mai 2022

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

1. La nature de la monnaie

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

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

La première fonction traditionnellement assignée à la monnaie est celle d'unité de compte. La monnaie permet en effet d'évaluer et de comparer la valeur de biens hétérogènes, en les ramenant à un étalon unique instituant une équivalence générale entre les prix des biens échangés. L'utilité d'une telle fonction s'appréhende classiquement en opposition à une économie non monétaire de troc, où chaque bien aurait un prix relatif exprimé par rapport à chacun

des autres biens existants. Alors, l'introduction de la monnaie peut se lire comme une simplification technique – c'est notamment l'approche retenue par Walras selon Arrow et Debreu dans l'exposition de sa théorie de l'équilibre général – rendant les différents biens aisément comparables et permettant de réduire les coûts de transaction.

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

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

intermédiaire des échanges ¹, et d'autre part du fait d'effets de réseau liés à son acceptabilité ². Le choix par une communauté d'utilisateurs d'utiliser une forme de monnaie plutôt qu'une autre résulte ainsi partiellement de comportements auto-réalisateurs.

La troisième fonction traditionnelle assignée à la monnaie est celle de réserve de valeur

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

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

Au-delà de leur diversité, les différentes approches consistant à appréhender la monnaie via le prisme de ses fonctions ont

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

La validité historique du troc comme forme d'échange précédant la monnaie dans des sociétés « primitives » est ainsi fortement contestée. En effet, de nombreux travaux soulignent que la forme dominante d'échange dans les sociétés dites « primitives » n'est pas assimilable à une forme d'échange marchand « sans monnaie » ⁵, à l'instar du troc tel qu'appréhendé dans la théorie instrumentale de la monnaie ⁶. Dans ces sociétés, il s'agit d'abord de résoudre des problématiques de lien social, de redistribution ou de réciprocité.

La monnaie peut aussi être considérée comme résultant d'abord d'actes souverains, ce qui désigne le cours légal (cf. encadré 1), mais pas uniquement. L'économiste Georg Friedrich Knapp considère comme monnaie toute chose que l'État décide d'accepter comme paiement des impôts, qu'elle ait un cours légal ou non. Dans son analyse, la monnaie n'apparaît pas tant comme moyen permettant de réduire les frictions de l'échange et émergeant hors de toute intervention politique hiérarchique, que comme unité de compte dans laquelle les dettes envers le « palais » (obligations fiscales) sont mesurées. En l'acceptant en paiement de ses créances, l'État pose les conditions de la demande de ce qu'il considère comme une monnaie et qui peut par la suite être utilisé dans le

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

cadre de transactions contractées dans la sphère privée des agents. Selon la formule de Keynes, l'État écrit et impose en même temps le dictionnaire. **Le rôle de l'État dans l'acceptation de la monnaie comme référent commun dans les échanges est ainsi central.**

Comme le démontre la simple existence de crises monétaires, l'État n'a pour autant pas de contrôle absolu sur les pratiques monétaires et il ne suffit pas qu'il décrète qu'un instrument est monnaie pour qu'une acceptation unanime s'ensuive nécessairement. Par exemple, en France, l'épisode de l'émission disproportionnée entre 1789 et 1796 de plusieurs milliards d'assignats gagés sur les biens confisqués au clergé⁷ s'est soldé par un échec, malgré la déclaration de leur cours forcé en 1790 et la sanction de peine de mort en cas de non-acceptation adjointe à ce cours forcé dès 1793. La valeur des assignats durant la période s'est continûment dépréciée par rapport à la monnaie métallique, et, démonétisé par un refus général avant de l'être par la loi en 1796, l'assignat a contribué au discrédit du régime politique révolutionnaire. Ainsi, si l'État peut contribuer à ancrer l'acceptation d'un instrument comme monnaie, un doute sur la qualité des actifs qui garantissent cette monnaie et justifient sa valeur peut conduire au rejet d'une monnaie en faveur d'autres modes de conservation du pouvoir d'achat jugés plus sûrs. Dès lors, la notion de confiance apparaît comme centrale dans le cas de la monnaie : pour tout citoyen, cette confiance dépendra bien sûr de sa perception de la santé économique du pays, mais elle concerne aussi la qualité du réseau monétaire⁸ et des garanties qu'il offre. Ces garanties se traduisent par exemple, dans le cas d'une monnaie de banque centrale comme l'euro, par le cours légal et l'octroi d'une créance sur la banque centrale dont bénéficient les pièces et les billets (cf. encadré 1) et dans le cas de la monnaie de banque commerciale, par l'attention portée par les régulateurs à la qualité du bilan et de la gouvernance des établissements émetteurs de monnaie commerciale.

S'assurer de la présence des conditions fondamentales de la confiance du public dans la monnaie constitue par ailleurs la mission fondamentale de la banque centrale, qui se décline dans l'ensemble de ses activités. Elle s'illustre ainsi avec l'ambition de la banque centrale de proposer des technologies d'émission des billets les plus sécurisées possibles, afin d'empêcher la contrefaçon. Elle se manifeste aussi, dans le cas particulier de la Banque de France (en tant que membre de l'Eurosystème), par les missions qui lui sont conférées par le Code monétaire et financier⁹ de veiller, d'une part, à la sécurité des moyens de paiement scripturaux et, d'autre part, au bon fonctionnement des systèmes de paiement. Elle explique encore les exigences réglementaires s'appliquant aux activités des établissements de crédit, qui sont à la source de l'essentiel de la création monétaire (cf. section 3 du présent chapitre). Elle se matérialise enfin par l'objectif de stabilité des prix assigné à la politique monétaire de l'Eurosystème, qui permet à l'euro de maintenir dans le temps son pouvoir d'achat (et d'être ainsi une réserve de valeur stable).

2. Les formes de la monnaie

2.1. De la monnaie marchandise à la monnaie métallique

De l'Antiquité jusqu'au xix^e siècle, certaines régions du monde ont utilisé des monnaies marchandises pour leurs échanges – c'est-à-dire que l'instrument support de la monnaie peut être désiré pour lui-même, et remplit des besoins non liés à l'échange (coquillages, bétail, blé, thé, fèves, etc.). Au fil du temps, ces formes de monnaie ont évolué vers la monnaie métallique, celle-ci tirant sa valeur du métal qu'elle contenait (or, argent). Les métaux utilisés présentaient généralement la caractéristique d'être fongibles, d'avoir une forte valeur marchande, d'être divisibles et d'être rares. La monnaie métallique s'est historiquement échangée sous forme pesée (par exemple en Égypte, deux mille ans

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

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

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

avant notre ère), comptée (vers 800 avant Jésus-Christ, les lingots furent divisés en pièces, invention qui se généralisa sous l'Antiquité, en Grèce puis à Rome d'une part, ainsi qu'en Chine, en Inde et dans le monde islamique d'autre part) ou frappée (la frappe indiquant le poids de la pièce ; les premières pièces modernes remontent au VI^e siècle avant Jésus-Christ en Lydie ¹⁰ d'abord, puis en Grèce). Petit à petit, le caractère précieux du métal s'est détaché du numéraire apposé par frappe sur la pièce. Néanmoins, au cours du XIX^e siècle, de la fin des guerres napoléoniennes au déclenchement de la Première Guerre mondiale, le monde a vécu sous le régime de l'étalon-or, dans lequel les monnaies nationales étaient définies par leur poids en or (et/ou en argent). En France, la dernière référence à l'or remonte au franc « Poincaré » en 1926. Mais l'émission excessive de monnaie destinée à financer l'effort de guerre en 1914-1918 ainsi que la crise de 1929 et ses suites ont contraint l'ensemble des pays à abandonner toute convertibilité effective des billets en or. L'or a continué toutefois, dans le cadre du régime de l'étalon de change or (ou *gold exchange standard*) ¹¹ institué par les accords de Bretton Woods de 1944, à jouer un rôle sur le plan international jusqu'en 1976, date de sa démonétisation complète. Seuls figurent maintenant sur les pièces la valeur en unité de compte, et le sceau de l'émetteur ; on parle alors de monnaie divisionnaire. Cette forme de monnaie constitue la première forme de monnaie fiduciaire (du latin *fiducia* signifiant confiance), dont la valeur faciale est parfaitement distincte de la valeur intrinsèque (la valeur du poids de métal). La monnaie divisionnaire représente aujourd'hui environ 1 % du stock de monnaie circulant dans l'économie française (M1, cf. section 2.4).

2.2. Le développement de la monnaie papier

La monnaie papier constitue une étape importante dans le processus de dématérialisation des instruments monétaires, puisque sa valeur faciale est dès le départ totalement dissociée de la valeur

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

2.3. Le rôle grandissant de la monnaie scripturale

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

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

¹⁰ Les Lydiens étaient un peuple indo-européen qui occupait le centre de la Turquie actuelle.

¹¹ Dans ce système monétaire, l'or sert d'étalon de référence pour établir les taux de change entre les principales devises. Ainsi, le stock d'or des pays évalués permet de déterminer les cours des parités de devises.

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

Encadré n° 1 : La notion de cours légal

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

La monnaie fiduciaire bénéficie en outre souvent (et c'est le cas en France) d'un cours légal.

La notion juridique de cours légal désigne le fait que, sur le territoire où celui-ci s'applique, personne ne peut refuser de recevoir en règlement d'une dette libellée dans une unité monétaire donnée, un moyen de paiement bénéficiant du cours légal. Elle permet aux autorités publiques d'imposer le pouvoir libératoire¹ de ces moyens de paiement.

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

La notion de cours légal n'est toutefois pas appréhendée de la même manière dans toutes les juridictions et dans tous les contextes². Dans l'Eurosystème, les textes³ indiquent que « l'Union établit une union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro », et que « les billets de banque émis par la BCE et les banques centrales nationales sont les seuls à avoir cours légal dans la Communauté ». Pour préciser cette notion, la Commission européenne a adopté le 22 mars 2010 une recommandation sur l'étendue et les effets du cours légal des billets et des pièces en euros. Les différents États membres ne donnent toutefois pas tous la même force juridique à la notion de cours légal.

En droit français, l'article 1343-3 nouveau du Code civil dispose que « le paiement en France d'une obligation de somme d'argent s'effectue en euros » et l'article R. 642-3 du Code pénal français sanctionne le refus d'accepter en paiement les billets et les pièces ayant cours légal : le cours légal s'applique bien alors au support de l'unité de compte. Par ailleurs, l'article 442-4 du Code pénal rend passible de cinq ans de prison et 75 000 euros d'amende « la mise en circulation de tout signe monétaire non autorisé ayant pour objet de remplacer les pièces de monnaie ou les billets de banque ayant cours légal en France ». On notera aussi que, en France, la force du cours légal est atténuée par des dispositions obligeant un créancier à effectuer, au-delà d'un certain montant, ses paiements par voie scripturale. Par ailleurs, l'obligation faite au créancier d'accepter de recevoir en paiement une forme monétaire ayant cours légal ne lui interdit pas d'exiger du débiteur de faire l'appoint.

1 Il s'agit du pouvoir donné à un moyen de paiement qui permet à tout débiteur de s'acquitter d'une dette en utilisant ce moyen de paiement. Le débiteur est libéré de son obligation de paiement envers le créancier dès lors que la somme de monnaie convenue a été transférée à ce dernier.

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

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

les Arabes qui les utilisaient au IX^e siècle. Ces virements connaissent un développement croissant à partir du XII-XIV^e siècle, dans des foires marchandes d'Europe où les transactions pouvaient s'effectuer via des lettres de change (reconnaisances de dette entre négociants, ancêtre du chèque bancaire). La généralisation de

ces techniques va donner naissance à des systèmes de compensation dans lesquels des intermédiaires spécialisés – les banquiers – vont s'interposer pour centraliser les lettres de change, évaluer la qualité de celles-ci, et effectuer les opérations de change lorsque celles-ci sont libellées dans des monnaies différentes. Se mettent

ainsi en place les premiers systèmes de paiement centralisés qui préfigurent les systèmes de paiement modernes.

Ce n'est qu'à une période plus récente, avec l'apparition, à partir du Moyen-Âge, du recours à l'escompte (opération de crédit par laquelle une banque consent une avance à son client, égale au prix de marchandises représentées par des effets de commerce que le client endosse au profit de la banque) que s'est effectuée la diffusion de la monnaie scripturale dans le public, avec une circulation sous la forme de virements de compte à compte. Aujourd'hui, la monnaie scripturale comprend les avoirs en compte de la clientèle auprès des banques et des émetteurs de monnaie électronique (cf. section 2.5), ainsi que les avoirs des banques commerciales auprès de la banque centrale (réserves). Le chapitre 2 de cet ouvrage est plus spécifiquement dédié aux modalités de circulation de la monnaie scripturale.

2.4. Approches comptable et statistique

Si la monnaie scripturale est parfois qualifiée de monnaie de crédit ¹³, d'un point de vue comptable ce n'est pas seulement la monnaie scripturale, mais bien **l'ensemble de la monnaie sous toutes ses formes actuelles qui prend, toujours, la forme d'une créance sur son émetteur**, ou d'une dette du point de vue de celui-ci : une créance sur la banque centrale ¹⁴ inscrite au passif de celle-ci, pour la monnaie fiduciaire ou pour les réserves des banques, et une créance sur les banques commerciales, pour la monnaie scripturale commerciale. Cette dette a la particularité, par rapport à d'autres formes de dette, de circuler dans l'économie et d'être acceptée comme moyen de paiement.

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

moyens de paiement avec un faible risque de perte en capital.

Il distingue en particulier trois grands agrégats statistiques imbriqués, du plus liquide au moins liquide, et mettant en relation un secteur dit « émetteur de monnaie », le secteur des institutions financières monétaires ¹⁵, et les autres secteurs de l'économie :

- (1) **M1**, le plus liquide, qui comprend les pièces et les billets en circulation ainsi que les dépôts à vue : c'est la masse monétaire au sens étroit, et qui correspond à la vision intuitive de la monnaie ;
- (2) **M2**, qui contient l'agrégat M1, ainsi que les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois et les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ;
- (3) **M3**, qui contient M2 ainsi que les instruments négociables sur le marché monétaire émis par les institutions financières monétaires, et qui représente des avoirs dont le degré de liquidité est élevé avec peu de risque de perte de capital en cas de liquidation (par exemple : OPC ¹⁶ monétaires, certificats de dépôt) : c'est la masse monétaire au sens le plus large.

En d'autres termes, M1 correspond à la monnaie telle que définie jusqu'à présent dans ce chapitre à l'aide de ses trois fonctions. Les éléments additionnels dans M2 et M3 ne servent pas quant à eux d'intermédiaires dans les échanges ; ils ne sont pas de la monnaie mais de la « quasi-monnaie » : ces agrégats sont calculés comme outils d'analyse dans le cadre de la politique monétaire.

Par ailleurs, on distingue parfois également l'agrégat M0, aussi appelé « base monétaire », qui représente les pièces et billets en circulation ainsi que les avoirs en monnaie scripturale détenus auprès de la banque centrale. L'agrégat M0 permet de

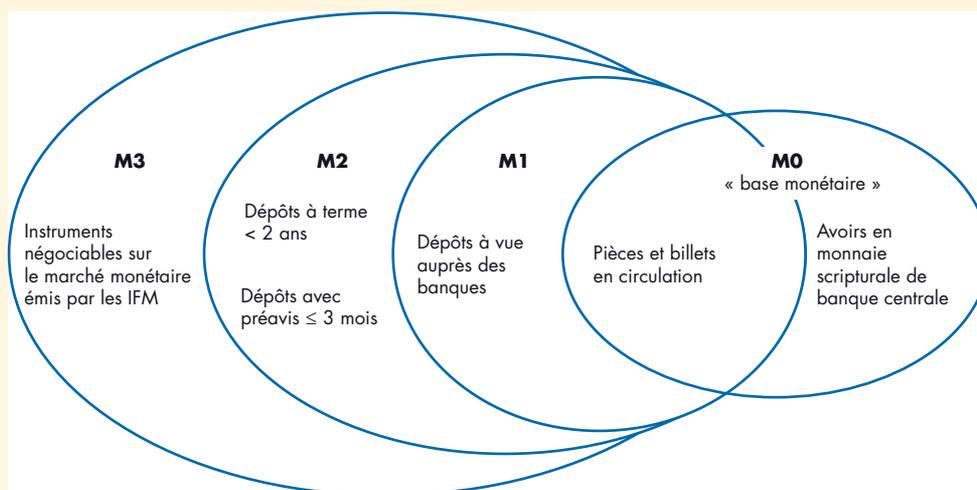
¹³ Car créée dans une large mesure à partir des opérations de crédit consenties par les banques commerciales. Ce point est détaillé dans la partie 3.1.

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

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

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

La base monétaire et les instruments constituant les agrégats monétaires



mettre en lumière le rôle de la banque centrale dans le processus de création monétaire, mais il n'est pas considéré comme faisant intégralement partie de la masse monétaire (au sens des conventions statistiques) car une partie de ses composants (les réserves des banques) ne circule pas entre l'ensemble des agents économiques, mais seulement entre les banques.

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

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

Aux termes de l'article L. 315-1 du Code monétaire et financier ¹⁷, la monnaie électronique est définie comme « une valeur monétaire qui présente la spécificité d'être stockée sous forme électronique, et qui représente une créance sur son émetteur ». Elle doit en outre respecter une série de conditions, à savoir être émise

contre remise de fonds ¹⁸, et être acceptée pour une opération de paiement par une personne morale ou physique autre que l'émetteur. Un détenteur de monnaie électronique doit donc préalablement créditer un compte, généralement tenu par une banque, afin d'obtenir en échange de la monnaie électronique émise le plus souvent par un établissement de monnaie électronique, parfois par une banque.

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

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

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

¹⁸ De ce fait, il ne peut y avoir de création autonome et spontanée d'une sphère monétaire de monnaie électronique, l'émission étant systématique adossée à la remise de fonds en monnaie officielle.

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

2.6. Les monnaies locales complémentaires

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

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

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

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

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

La première génération de crypto-actifs

Les crypto-actifs sont nés à la fin de la décennie 2000 dans le sillage du développement du réseau internet et du perfectionnement des techniques de cryptographie. Le premier bloc du crypto-actif le plus emblématique, le bitcoin, a ainsi été créé en janvier 2009. Cette

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

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

L'avantage principal avancé par certains pour défendre les monnaies assises sur des métaux précieux comme l'or consiste à souligner qu'ainsi la politique monétaire serait totalement déterminée par le stock existant de métal détenu par la banque centrale ; la masse monétaire étant limitée par son offre « naturelle », il serait ainsi peu probable que les pouvoirs publics puissent créer de l'inflation à une échelle significative, par exemple pour dévaloriser la dette publique. La relation instaurée entre la quantité de métal détenue et l'émission permettrait de protéger la monnaie de l'arbitraire de l'autorité chargée de l'administrer. Toutefois, dans les régimes de type étalon-or, la relation entre les quantités de métaux précieux et la quantité de monnaie émise n'est, en réalité, pas garantie, dans la mesure où l'émetteur peut revenir sur son engagement, comme l'a notamment illustré la dévaluation Poincaré.

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

Ce type d'argument méconnaît en premier lieu le coût de tels mécanismes en termes de stabilité économique¹. En effet, les arrangements des régimes monétaires métalliques ont pu pâtir du fait que l'évolution du stock d'or, et donc de l'offre de monnaie, dépend des aléas des découvertes de minerai (chocs exogènes et aléatoires affectant l'offre de monnaie), et non de l'activité économique et du volume des transactions. De manière générale, dans ce type de régimes, l'offre de monnaie est inélastique. Cette pratique est à l'inverse des politiques monétaires actuelles dans les grandes économies développées, qui laissent au contraire varier la quantité de monnaie offerte pour assurer la stabilité des prix. Par ailleurs, la période de l'étalon or s'est accompagnée d'une grande variabilité de la production : dans le cadre contraignant posé par ce type de régime, l'offre de monnaie dans une économie étant déterminée par le solde des échanges de métaux mis en circulations, les ajustements macroéconomiques doivent se faire partiellement par les variations de prix et de salaires, durant généralement un laps de temps long, et par des modifications de taux d'intérêt permettant d'attirer des capitaux étrangers.

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

¹ Pour plus de détails, se référer au *Focus Banque de France* « Qu'est-ce que l'étalon-or ? », n° 5, publié en 2010.

« première génération » de crypto-actifs est constituée d'actifs numériques émis de façon algorithmique au sein d'un réseau décentralisé d'acteurs, sur la base des technologies du registre distribué (*distributed ledger technologies* – DLT,

dont la *blockchain*). À l'inverse des autres actifs financiers, ils ne représentent pas obligatoirement une créance financière à l'égard d'une quelconque entité. Ils sont originellement issus de la volonté de créer un moyen de paiement désintermédié,

sans émetteur et circulant sur des infrastructures de règlement décentralisées, souhaitant échapper au contrôle des banques, des États et des banques centrales. La capitalisation de marché des crypto-actifs a atteint de l'ordre de 2 000 milliards d'euros en janvier 2022 ²⁰. Malgré la multitude de crypto-actifs – 16 921 crypto-actifs répertoriés en janvier 2022 –, ce marché reste dominé par le bitcoin, qui concentre environ 40 % de ces crypto-actifs en termes de capitalisation.

Plus de dix ans après l'introduction du premier des crypto-actifs, leur prétention initiale de constituer une alternative aux monnaies légales, prétention à laquelle les banquiers centraux n'avaient jamais accordé foi, ne s'est pas réalisée : leur empreinte dans l'écosystème des paiements est restée marginale.

Les banques centrales ne considèrent pas les crypto-actifs comme des formes de monnaie mais comme des actifs spéculatifs ²¹. En effet le bitcoin et les autres crypto-actifs de première génération similaires ne remplissent pas, ou très mal, les trois fonctions dévolues à la monnaie, ce qui explique que le public refuse de les considérer comme un moyen de paiement :

- d'abord, leur valeur fluctue très fortement, ce qui ne permet pas d'en faire des unités de compte. De fait, très peu de prix sont exprimés dans ces crypto-actifs ;
- ensuite, les crypto-actifs sont impropres à assurer la fonction d'intermédiaire des échanges dans la mesure où i) la volatilité de leurs cours rend très risquée leur utilisation comme moyen de paiement, ii) ils induisent des frais et des durées de validation des transactions qui sont démesurés pour de simples opérations de détail ;
- enfin, leur volatilité ne permet pas non plus d'en faire des réserves de valeur crédibles.

Malgré ces déficiences, les projets de création de crypto-actifs se sont

succédés, tout en mutant : dix ans après le premier bitcoin, les « crypto-actifs de deuxième génération », dits *stablecoins*, sont apparus pour remédier à la grande limite des crypto-actifs de la première génération, leur volatilité, et répondre à de nouveaux usages : disposer d'un actif stable à des fins de règlement entre acteurs financiers ou à des fins de paiement.

Les *stablecoins* ou crypto-actifs de deuxième génération ²²

Les *stablecoins* se caractérisent par la quête d'une valorisation stable, afin de pouvoir offrir des fonctions de paiement visant à rendre plus simples, rapides, accessibles et moins onéreux les paiements tant domestiques que transfrontières. Plusieurs critères peuvent être pris en compte pour catégoriser les différentes initiatives : le type d'actifs qui constitue le fonds de réserve (pour les *stablecoins* assurant leur stabilité par ce biais), le type de droit offert par l'émetteur et l'existence ou non d'un émetteur.

La plupart des *stablecoins* sont adossés à un fonds de réserve composé d'actifs financiers ²³. Cet adossement à des actifs réels a pour objet de stabiliser dans le temps la valeur des crypto-actifs. Cependant, cette stabilité n'est pas absolue dans la mesure où elle dépend de la crédibilité de l'émetteur, de la qualité des actifs qui composent le fonds de réserve et de l'efficacité de l'arbitrage entre *stablecoin* et actif de référence.

En ce qui concerne les droits offerts par les émetteurs de *stablecoins* aux utilisateurs, plusieurs cas sont observés. Ainsi, les *stablecoins* peuvent représenter un droit de créance sur l'émetteur associé à un droit de remboursement à 1 pour 1 contre la devise à laquelle le *stablecoin* est adossé. Une autre possibilité est que le *stablecoin* représente une part du fonds de réserve : le rachat du *stablecoin* effectué via l'émetteur est donc égal à la valeur liquidative de la part de fonds associé. C'était par exemple le cas du projet Libra (rebaptisé Diem en décembre 2020) porté par Facebook dans sa version originelle du printemps 2019.

20 Cf. le site coinmarketcap.com

21 Cf. Pfister (C.) (2020), « Monnaies digitales : du mythe aux projets innovants », *Bulletin de la Banque de France*, n° 230/1, juillet-août.

22 Pour plus de détails, on pourra se référer à la section 2.2. du chapitre 20.

23 Il existe aussi des *stablecoins* dont l'objectif n'est pas d'être stable par rapport à une monnaie de référence mais par rapport à d'autres actifs de référence, comme l'or ou le pétrole, ou un panier d'actifs.

Un dernier critère de distinction concerne l'existence d'un émetteur. Dans le cas le plus simple, les *stablecoins* sont émis par une entité juridique contre remise de fonds, cette dernière étant également responsable de la gestion du fonds de réserve composé d'actifs traditionnels. Un autre cas concerne l'émission de *stablecoins* sur *blockchain* publique sans émetteur identifié, à l'instar du stablecoin DAI. Ce type de *stablecoin* est émis de façon autonome par un programme informatique exécuté sur une *blockchain* publique (Ethereum dans le cas du DAI) contre la mise en garantie de crypto-actifs (Ether dans ce cas). Pour pallier la volatilité des crypto-actifs qui servent de sous-jacent, ce type de *stablecoin* est fortement sur-garanti et associé à un mécanisme d'appel de garantie supplémentaire si la valeur du crypto-actif baisse par rapport à la devise de référence²⁴. Enfin, il existe des *stablecoins* entièrement régis par un programme informatique stabilisant automatiquement leur valeur²⁵, appelés *stablecoins* algorithmiques, qui sont encore largement expérimentaux.

Les *stablecoins* présentent ainsi une grande variété de profils et de risques. Les usages sont également très variables. Les *stablecoins* visent à la fois les paiements de détail et les échanges interbancaires. Ils sont en pratique aujourd'hui essentiellement utilisés par les investisseurs afin d'effectuer des arbitrages entre crypto-actifs.

Malgré les mécanismes visant à leur donner une plus grande stabilité, l'ensemble de la chaîne de paiement en crypto-actifs, y compris en *stablecoins*, demeure fortement exposée à des risques de natures diverses : risques juridiques, financiers et opérationnels, cibles de piratage, vulnérabilités fortes en matière de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme, et de protection du consommateur, absence de garanties en termes de concurrence et de protection de la vie privée. Certes, leur usage dans la sphère des paiements reste aujourd'hui marginal, comme pour les crypto-actifs non adossés à un actif. Mais il pourrait néanmoins en aller autrement s'ils

étaient émis par de grands établissements financiers ou par des entreprises susceptibles de disposer d'importants effets de réseau (projet Libra/Diem de Facebook, cependant abandonné depuis) grâce à une base de clientèle importante et/ou transfrontière. Ces projets, s'ils devaient se développer en faisant levier sur les réseaux mondiaux des Big Tech, pourraient créer des systèmes monétaires privés complets intégrant à la fois l'infrastructure technologique, l'actif de règlement, la gestion d'une réserve d'actifs et les applications de paiement pouvant être utilisées au quotidien. D'envergure mondiale, de tels acteurs pourraient devenir systémiques sur un plan économique et financier (et donc constituer une menace pour la stabilité financière s'ils n'étaient pas sûrs) et aussi s'ériger comme de possibles concurrents aux systèmes monétaires reposant sur la monnaie de banque centrale, menaçant alors la souveraineté monétaire.

Face à ces risques, l'établissement d'une réglementation harmonisée et adaptée des *stablecoins* est devenue une priorité des travaux internationaux : la position du G20 arrêtée en octobre 2019 et réaffirmée depuis lors est qu'aucun projet de *stablecoins* mondial ne saurait être déployé tant que tous les risques associés n'auront pas été correctement traités (cf. chapitre 20).

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

- selon l'article L. 111-1 du Code monétaire et financier (CMF), « *La monnaie de la France est l'euro* » et c'est ainsi la seule monnaie ayant cours légal en France. De ce fait, il est possible de refuser un paiement en crypto-actifs sans contrevenir aux dispositions de l'article R. 642-3 du Code pénal, qui sanctionne le refus d'accepter les billets et les pièces libellés en euros ayant cours légal ;
- les crypto-actifs ne répondent pas non plus à la définition de moyens de

24 Si le détenteur n'apporte pas le collatéral demandé, le *stablecoin* est typiquement détruit en échange de la restitution des crypto-actifs mis en garantie. En ce sens, toutes les unités en circulation sont toujours suffisamment garanties donc stables par rapport à la devise de référence.

25 Soit par la création de *stablecoins* supplémentaires pour faire baisser la valeur du *stablecoin*, soit en incitant ses détenteurs, par l'octroi de primes et de coupons, à détruire des *stablecoins*, pour faire réaugmenter la valeur du *stablecoin*.

paiement au sens du Code monétaire et financier, et plus particulièrement à la définition de la monnaie électronique, dans la mesure où ils ne sont pas nécessairement émis contre remise de fonds. Cela évoluera au sein de l'Union européenne lorsque le texte « *Markets in Crypto-Assets* » (MiCA) sera adopté au niveau européen, puisqu'il propose d'instaurer une catégorie de « *E-Money tokens* » ;

- l'ordonnance 2016-1635 du 1^{er} décembre 2016 renforçant le dispositif français de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme a introduit la première référence aux crypto-actifs à l'article L. 561-2, 7 bis du Code monétaire et financier, en ces termes : « *tout instrument contenant sous forme numérique des unités de valeur non monétaire pouvant être conservées ou être transférées dans le but d'acquies un bien ou un service, mais ne représentant pas de créance sur l'émetteur* » ;
- la loi Pacte (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises) du 22 mai 2019 a repris la définition issue de la cinquième directive anti-blanchiment du 30 mai 2018, introduisant la définition d'actif numérique à l'article L. 54-10-1 du Code monétaire et financier (qui efface et remplace l'ex-définition de l'article 561-2, 7 bis) : « *toute représentation numérique d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement* ». À noter que cette seconde définition est plus large et englobe les *stablecoins*.

L'émission des crypto-actifs n'étant aujourd'hui pas encadrée juridiquement, ils

n'offrent à leurs détenteurs aucune garantie juridiquement opposable de sécurité en cas de perte ou de fraude.

Toutefois, ce cadre juridique est appelé à évoluer significativement avec le règlement européen sur les marchés de crypto-actifs (dit *Markets in Crypto-Assets* – MiCA), proposé par la Commission européenne le 24 septembre 2020, et actuellement en cours de négociation (cf. présentation des grandes lignes du texte au chapitre 20, section 3.4.2) dans le contexte des recommandations présentées par le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board ou FSB) au G20 en octobre 2020 sur l'encadrement réglementaire des *stablecoins*. En l'état du texte, MiCA définit un crypto-actif comme une représentation numérique d'une valeur ou de droits pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués ou d'une technologie similaire. Les dispositions de la loi Pacte, qui prévoit aujourd'hui un cadre juridique aux crypto-actifs en France seront le cas échéant, remplacées par les dispositions du règlement MiCA.

3. L'architecture hiérarchique de la création monétaire

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

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

En premier lieu, de la monnaie est créée chaque fois qu'une institution financière monétaire accorde des crédits à l'économie (à un agent non bancaire). La source de cette création monétaire est le besoin de financement des agents économiques : la création monétaire est ainsi endogène. L'idée a

longtemps prévalu que « les dépôts font les crédits », c'est-à-dire que les banques commerciales agissent simplement comme intermédiaires, prêtant les dépôts que leur remettent les épargnants. Cette idée ne correspond plus à la réalité des économies modernes où « les crédits font les dépôts », c'est-à-dire que c'est l'accord de crédit qui entraîne la création d'un dépôt de nature monétaire au bénéfice de l'emprunteur. La monnaie ainsi créée est créditée sur le compte de l'emprunteur et apparaît au passif de la banque. Cela ne signifie pas que les banques disposent d'un pouvoir de création monétaire illimité (cf. section 3.2).

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

En second lieu, la création ou la destruction de monnaie se produit aussi à chaque fois que les institutions financières monétaires achètent ou vendent des devises ou autres actifs à des agents non financiers (particuliers, entreprises et administrations). La vente (ou l'achat) de tels actifs par les banques commerciales au secteur privé non bancaire entraîne la création (ou la destruction) de monnaie scripturale privée et donc une augmentation ou une diminution de la masse monétaire circulant dans l'économie (cf. section 2.4).

Lorsque la banque centrale prête aux banques, la masse monétaire n'augmente pas parce que ces actifs ne sont pas mis à la disposition des agents non financiers, de la même manière que les opérations interbancaires sont sans influence sur la monnaie. Comptablement, les relations entre institutions financières monétaires résidentes sont consolidées pour l'établissement des agrégats de monnaie.

Dans la période récente, seul l'achat par la banque centrale de titres de dette publique sur le marché primaire (cas de la politique d'assouplissement quantitatif

de la Banque d'Angleterre) ou secondaire (cas de la Banque centrale européenne – BCE) a pu entraîner une augmentation de la masse monétaire. Dans le cas des achats de titres sur le marché secondaire par la BCE, cette augmentation de la masse monétaire est conditionnée au fait que les vendeurs de titres soient eux-mêmes des agents non bancaires. La monnaie ainsi acquise par les agents non bancaires a pu soutenir leur demande de biens et services, contribuant au mécanisme de transmission de la politique monétaire.

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

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

La première limite au pouvoir de création monétaire des banques commerciales réside dans la condition d'une demande de crédit des agents non financiers considérée comme solvable. En outre, les exigences prudentielles imposées aux établissements de crédit, qui doivent disposer de capitaux propres à proportion des crédits qu'ils consentent et respecter des exigences de liquidité, constituent également une limite à leur activité de crédit et donc à leur pouvoir de création monétaire.

Par ailleurs, les banques doivent pouvoir se présenter sur le marché interbancaire pour y combler un déficit de trésorerie. Plus elles prêtent, plus elles créent de monnaie et plus leur déficit s'accroît. Il n'en reste pas moins que, prises dans leur ensemble, elles présentent habituellement un besoin de refinancement par la banque centrale. Ce besoin provient d'abord de ce que ces avoirs permettent aux banques commerciales de régler auprès de la banque centrale les billets qu'elles souhaitent acquérir pour répondre aux demandes des agents non financiers. Ainsi, plus la demande de billets ou de devises de ces agents non financiers est importante plus le besoin des banques commerciales en refinancement auprès de

la banque centrale est important. Une autre « fuite » pour les banques résulte de ce que le Trésor détient un compte à la banque centrale : les recouvrements d'impôts conduisent ainsi à une baisse des soldes des comptes des banques auprès de la banque centrale, tandis que les dépenses du Trésor augmentent les comptes des banques. Les versements au Trésor public constituent, avec la demande de billets, des « facteurs autonomes » de la liquidité bancaire.

Enfin, le besoin de refinancement des banques est accru par un instrument de politique monétaire, les réserves obligatoires, qui imposent aux établissements de crédit de constituer des réserves dans les livres de la banque centrale ²⁶.

Individuellement, un établissement peut aussi emprunter sur le marché interbancaire. Mais les banques dans leur ensemble ont un besoin de refinancement qui doit être satisfait par la banque centrale, seule capable d'émettre la monnaie centrale (acceptée par toutes les banques). La banque centrale ne contrôle ainsi pas la création monétaire en fixant le montant des réserves disponibles ²⁷, mais pilote indirectement celle-ci en satisfaisant, pour un prix donné (taux directeur), l'ensemble de la demande de refinancement qui s'adresse à elle (et qui dispose des garanties qu'elle accepte). Ainsi, la banque centrale agit indirectement sur la création monétaire en influençant les taux d'intérêt et donc l'économie (toutes choses égales par ailleurs, la demande de crédit baisse, les banques prêtent moins, et donc créent moins de monnaie, lorsque les taux d'intérêt montent et réciproquement lorsqu'ils baissent).

3.3. Monnaie de banque centrale et monnaie commerciale

L'architecture monétaire est fondée sur la coexistence et la complémentarité entre les deux formes de monnaie que sont la monnaie centrale (ou monnaie de banque centrale) d'une part, et la monnaie commerciale d'autre part. La monnaie centrale, qui seule a cours légal sous sa forme

fiduciaire (billets et pièces) et est disponible pour tous à tout moment, garanti par sa fonction d'ancrage la stabilité du système monétaire et financier. La monnaie commerciale est largement utilisée dans la fourniture de services financiers au grand public, notamment via la mise à disposition de moyens de paiement scripturaux ²⁸. La complémentarité et la convertibilité au pair de ces deux formes de monnaie apparaissent comme la clé de voûte du bon fonctionnement des paiements, garantissant liberté de choix des moyens de paiement en même temps que stabilité et sécurité du système des paiements dans son ensemble ²⁹. En effet, la monnaie de banque centrale et la monnaie commerciale sont liées par un principe d'interchangeabilité. En pratique, il est possible à tout moment de transformer la monnaie commerciale en monnaie de banque centrale (par exemple en retirant des billets d'un DAB) et inversement (par exemple en déposant des espèces sur son compte bancaire), à un taux de change fixe qui est de 1 pour 1. De ce fait, dans l'esprit du public, un euro est un euro et on ne fait généralement pas la différence, dans la vie quotidienne, entre 10 euros sous forme de billet et 10 euros sous forme d'avoire en banque. C'est un point fondamental de notre ordre monétaire et une des dispositions (avec d'autres comme le régime de régulation et de supervision particulièrement poussé pour les banques, ainsi que l'existence de schémas de garantie des dépôts protecteur des déposants) qui fondent le haut niveau de confiance dont bénéficie la monnaie commerciale.

Les relations entre monnaie centrale et monnaie commerciale ne sont cependant pas figées. Elles fluctuent au gré des évolutions technologiques et financières ainsi que des changements dans les habitudes de paiement ³⁰. La forte tendance à la numérisation des paiements, encore accélérée par la pandémie de Covid-19, a conduit à un usage croissant des moyens de paiement scripturaux et à une diminution concomitante de l'usage des espèces aux fins de transaction (cf. chapitre 2). Dans le même temps, le développement des systèmes

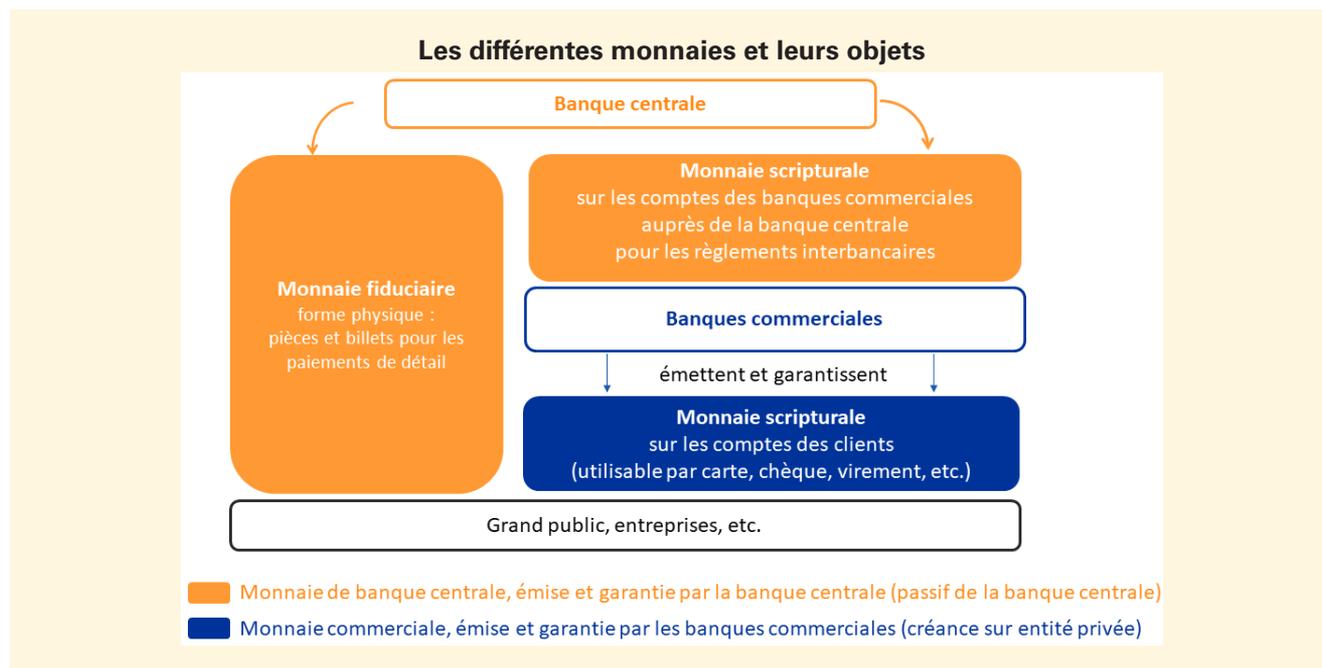
26 Les établissements de crédit établis en zone euro sont, en application de l'article 19.1 des statuts du SEBC, assujettis à la constitution de réserves obligatoires sur des comptes ouverts auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Cette obligation remplit deux fonctions principales : contribuer à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire, les réserves étant calculées en moyenne sur une période d'environ un mois, et élargir la demande de monnaie banque centrale en créant ou en accentuant un déficit de liquidité sur le marché interbancaire. Pour plus d'information, cf. <https://www.banque-france.fr/> et <https://www.bis.org/>

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

28 Cf. Aufauvre (N.), « Digitalisation des paiements et équilibre du système monétaire », *La Tribune*, 13 octobre 2020.

29 Cf. Villeroy de Galhau (F.), « *Preparing Europe payment for the digital currency age* », 11 septembre 2020.

30 Cf. notamment : Committee on Payment and Settlement Systems, *The role of central bank money in payment systems*, août 2003 ; Ulrich Bindseil et Ignacio Terol, *The evolving role of central bank money in payments*, Central Banking, 15 juillet 2020.



de paiement des banques centrales et l'impératif de sécurité qui prévaut dans les règlements interbancaires depuis la crise financière ont conduit la monnaie centrale à prendre une plus grande place dans les paiements de gros montant (cf. chapitre 7). Ces évolutions structurelles modifient l'équilibre entre monnaie centrale et monnaie commerciale, réduisant la place relative de la monnaie centrale dans les paiements de détail et l'augmentant dans les paiements interbancaires.

Dans ce contexte, l'émission d'une monnaie numérique de banque centrale (MNBC) pour la zone euro viserait à préserver

le bon fonctionnement du système des paiements, en garantissant le rôle d'ancrage de la monnaie centrale tout en soutenant l'innovation (par exemple en rendant la monnaie centrale accessible pour le règlement d'actifs « tokenisés »), et en maintenant l'équilibre entre monnaie centrale européenne et monnaie privée face au développement de nouveaux acteurs (Big Tech, fintech, etc.) et classes d'actifs (crypto-actifs privés, MNBC extra-européennes, etc.). L'émission d'une MNBC de détail élargirait le champ d'utilisation de cette monnaie publique, et ses qualités associées de sécurité et d'inclusion financière, aux nouveaux systèmes digitaux (cf. chapitre 20).

La monnaie numérique de banque centrale (MNBC) : une nouvelle forme de monnaie centrale

