

# *Création monétaire, banques et banques centrales*

Jézabel Couppey-Soubeyran

Université Paris 1

Programme « Prof-en-Écos », PSE

[couppey@univ-paris1.fr](mailto:couppey@univ-paris1.fr)

Twitter : @jcs\_mbf

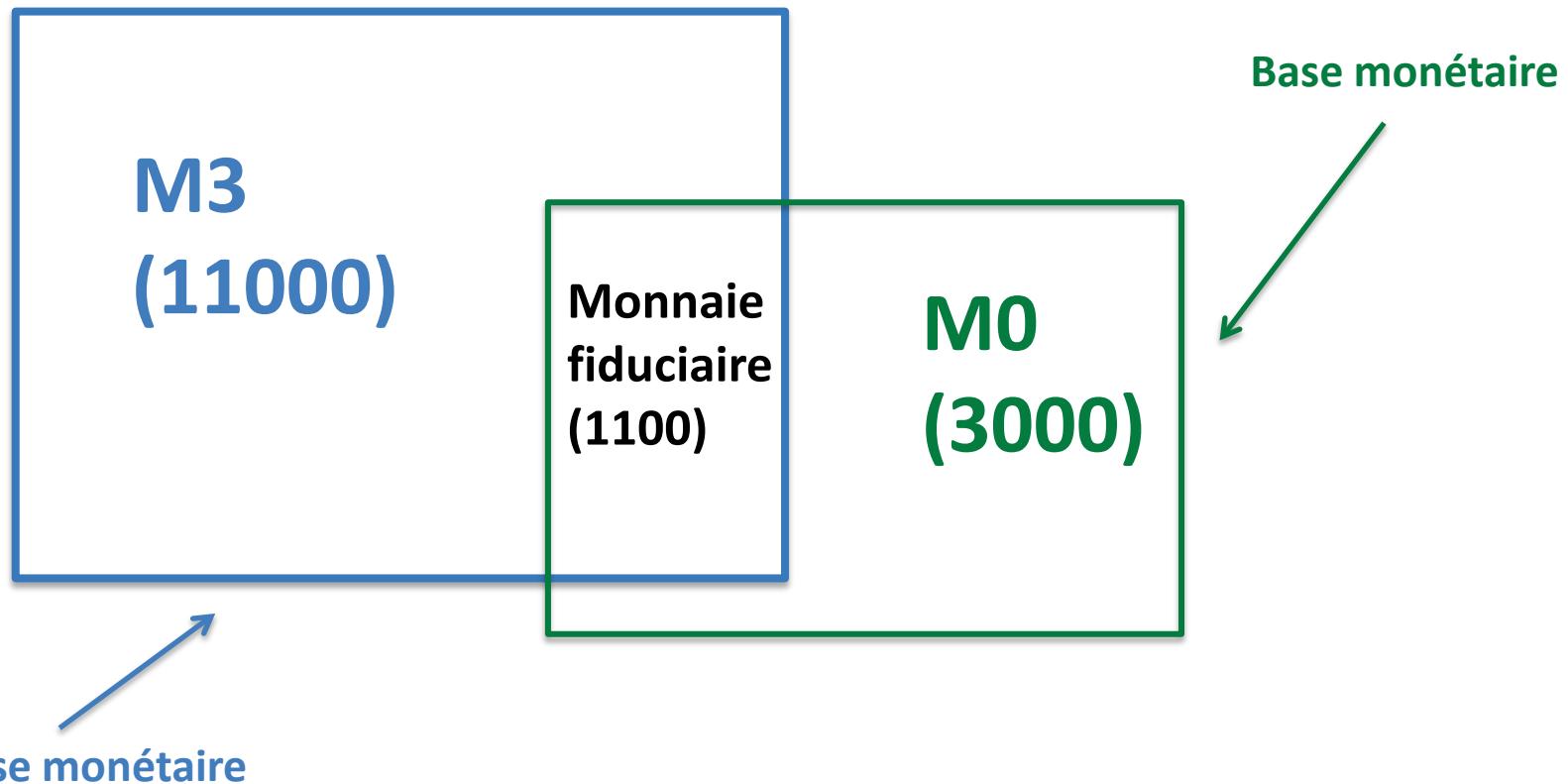
# Introduction

- 1. Qui crée la monnaie ?
- 2. Les BC ont-elles le pouvoir d'influencer la création monétaire ?
- 3. Pourquoi des résultats aussi mitigés des PMNC ?
- 4. Faut-il rendre le monopole de la création monétaire aux banques centrales ?

# 1. Qui crée la monnaie ?

- Les États ? Ils ne frappent plus que les pièces, qui ne représentent plus qu'une fraction infime de la masse monétaire.
- Les Banques centrales ? Elles émettent les billets, petite fraction de la masse monétaire (10% de M3). Et hormis les billets, la monnaie centrale qu'elles émettent ne fait pas partie de la masse monétaire (base monétaire / masse monétaire).
- Ce sont les **banques** qui créent la monnaie ! **90%** de la monnaie qui circule = monnaie scripturale (inscrite sur les comptes de dépôts)

# Base monétaire/masse monétaire (chiffres zone euro en mds €)



# Comment les banques créent-elles la monnaie ?

- « Les crédits font les dépôts ! »
- Quand une banque accorde un crédit, elle a la capacité d'émettre une dette sur elle-même !
- « Un peu comme si vous régliez vos achats en inscrivant ce que vous devez sur un papier remis au vendeur, qui l'accepterait et l'utiliserait ensuite pour ses propres achats. »
- Donc pour accorder 100 de crédits, la banque n'a pas besoin d'avoir 100 de ressources ...

# Un pouvoir extraordinaire

- « *Le système bancaire moderne fabrique de l'argent à partir de rien. Ce processus est sans doute le tour de passe-passe le plus étonnant jamais inventé...* » (Sir Josiah Stamp, directeur de la Banque d'Angleterre de 1928 à 1941).
- « *Si les gens de cette nation comprenaient notre système bancaire et monétaire, je crois qu'il y aurait une révolution avant demain matin* » (Henry Ford, 1863-1947).
- « *Dans son essence, la création monétaire ex nihilo actuelle par le système bancaire est identique, [...], à la création de monnaie par des faux-monnayeurs, si justement condamnée par la loi. Concrètement elle aboutit aux mêmes résultats. La seule différence est que ceux qui en profitent sont différents.* » (Maurice Allais, 1911-2010)

# Ex nihilo ?

- Le pouvoir de création monétaire des banques est extraordinaire ...
- ... mais il n'est pas illimité !
- En clair, la banque ne peut pas accorder 100 de crédits à partir de 0 !
- Pour créer 100 de monnaie, la banque doit avoir :
  - des réserves auprès de la banque centrale (2% des dépôts gérés en zone euro)
  - de quoi effectuer ses règlements en monnaie centrale auprès des autres banques
  - de quoi régler à la BC les billets retirés par ses clients
  - des fonds propres (8% des actifs pondérés par les risques → 10,5% avec Bâle 3)

# Un pouvoir a priori limitable

- Différents leviers pour influer sur le pouvoir de création monétaire des banques :
  - Élever les réserves obligatoires
  - Pour ce qui est des règlements interbancaires, deux leviers d'action :
    - Conditions de refinancement fixées par la BC
    - **Réduire la taille des banques**
  - Plus difficile d'agir sur les comportements monétaires mais la BC peut augmenter les revenus de seigneurage
  - Exiger plus de fonds propres (ou réguler le crédit)

## 2. Les BC ont-elles le pouvoir d'influencer la création monétaire ?

- **Oui selon la théorie du multiplicateur :**
  - la quantité totale de monnaie en circulation est un multiple de la base monétaire (billets + dépôts des banques à la BC)\*
  - les réserves préalables des banques détermineraient la quantité de monnaie qu'elles peuvent créer
  - dans cette optique, la BC peut parfaitement contrôler la création monétaire des banques
  - **monnaie exogène**

- **Peu selon la théorie du diviseur :**
  - les banques n'ont pas besoin de réserves préalables, elles se les procurent après coup auprès de la BC
  - la quantité de monnaie en circulation est déterminée par les besoins de l'économie et la base monétaire est une division de la monnaie créée
  - **monnaie endogène**
  - la BC ne contrôle que très indirectement la quantité de monnaie créée via les conditions de refinancement des banques.

# Retour sur la théorie du multiplicateur monétaire

- Principe : *une augmentation de la base monétaire fait augmenter plus que proportionnellement la masse monétaire et crée ainsi une capacité de dépense additionnelle dans l'économie.*
- Cette relation suppose
  - que la disposition préalable de monnaie centrale conditionne la capacité des banques à prêter et ainsi à créer de la monnaie
  - que les prêts à l'économie sont la principale activité des banques
  - que la monnaie créée circule dans l'économie à travers des activités créatrices de richesse et d'emplois
- Problème : plus aucune de ces trois hypothèses n'est vérifiée !

# Multiplicateur monétaire : relation entre masse monétaire ( $M_1$ ) et base monétaire ( $M_0$ )

- $M_1$ , la masse monétaire
  - $M_0$ , la base monétaire
  - $B$ , les billets
  - $D$ , les dépôts
  - $R$ , les réserves des banques à la BC
  - $b$ , la proportion de billets dans  $M$
  - $r$ , le taux de réserves obligatoires
  - $e$ , le taux de réserves excédentaires
- $M_1 = B + D$
  - $M_0 = B + R$
  - $B = bM_1$
  - $D = (1-b)M_1$
  - $R = (e+r)D = (e+r)(1-b)M_1$
  - $M_0 = bM_1 + (e+r)(1-b)M_1$
- $$\rightarrow M_0 = M_1(b+(1-b)(e+r))$$
- Ou encore  **$M_1 = m_1 M_0$**
- Avec  $m_1 = 1/(b+(1-b)(e+r)) > 1$

# Ce qui fait dysfonctionner le multiplicateur monétaire

- 1°/ la création monétaire dépend moins d'une encaisse préalable de monnaie centrale que d'une demande de crédit exprimée (monnaie endogène)
- 2°/ les prêts à l'économie ne sont plus la principale activité des banques (30% de leur bilan) : ceux aux entreprises = 15 % du bilan agrégé des banques de la zone euro (10 % de celui des banques françaises, 5 % seulement pour les crédits aux PME)
- 3°/ la monnaie circule davantage au sein de la sphère financière qu'au sein des activités productives de l'économie réelle
- Résultat : l'augmentation de la base monétaire n'entraîne pas (ou plus) une circulation plus que proportionnelle de la monnaie dans les activités productives de l'économie réelle.

### 3. Pourquoi des résultats aussi mitigés des PMNC ?

- Des PMNC ultra-accommodantes ont été menées aux USA, au RU, au Japon, en ZE, avec des résultats mitigés et inégaux. Pourquoi ?
- Pour comprendre la source des dysfonctionnements, revenons au schéma très simple de PM supposé fonctionner :

base monétaire (prix ou volume) → masse monétaire → inflation

# 1<sup>er</sup> problème : pas de multiplicateur monétaire

- L'augmentation de la base monétaire ne fait pas augmenter plus que proportionnellement la masse monétaire.
- Par exemple, la MM a augmenté de 5% entre 2015 et 2016 contre 50% d'augmentation environ pour le bilan de l'Eurozone sur la même période
- 2 interprétations possibles (pas antinomiques) :
  - ce n'est pas la base monétaire qui détermine la masse monétaire mais les besoins de l'économie : la monnaie est « endogène »
  - et/ou un problème de transmission de la politique monétaire : canal de transmission obstrué = les banques n'orientent plus leurs ressources centrales et autres vers l'éco réelle

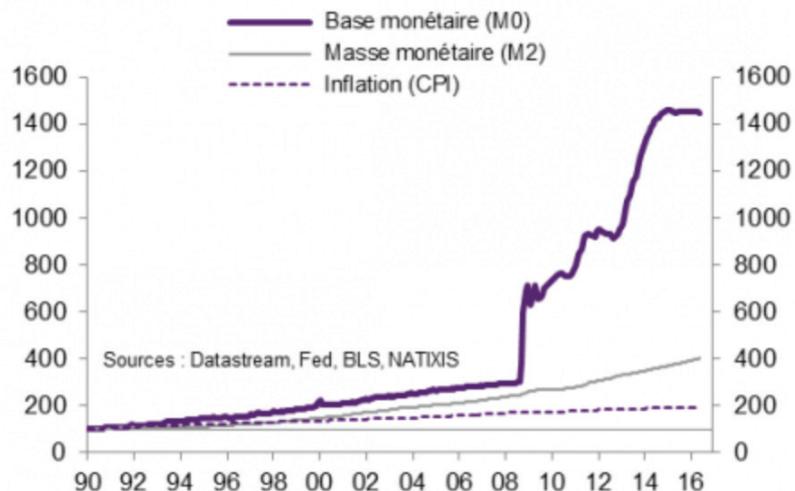
## 2<sup>ème</sup> problème : quand la masse monétaire augmente, l'inflation n'augmente pas.

- La politique monétaire accommodante qui est menée ne parvient pas à relever le taux d'inflation.
- L'inflation est restée très faible dans la zone euro en dépit de l'extension de la politique d'achats d'actifs de la BCE mise en œuvre depuis mars 2015 (60 mds d'euros puis 80 mds d'euros d'achats de titres au départ publics puis également privés).
- Remise en question de l'approche quantitativiste : l'inflation n'est pas (ou plus) principalement un phénomène monétaire. Le coût des matières premières et des facteurs de production en sont des déterminants importants, ainsi que la démographie.

# 2 liens rompus : celui entre M0 et MM et celui entre MM et inflation

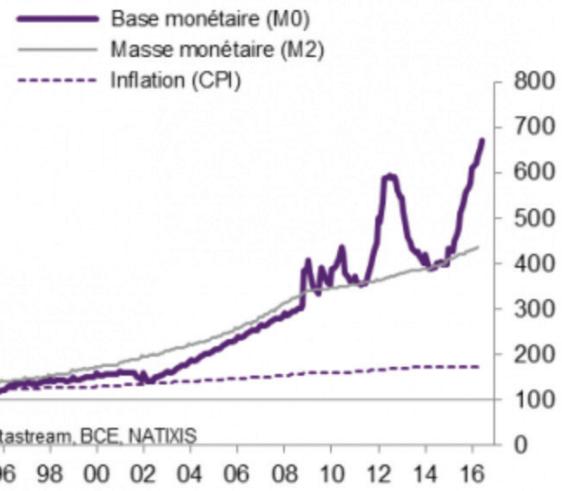
Graphique 3a

Etats-Unis : base monétaire, masse monétaire M2 et  
inflation (100 en 1990:1)



Graphique 3b

Zone euro : base monétaire, masse monétaire M2 et  
inflation (100 en 1990:1)



# Que peut faire de plus ou d'autre la banque centrale ?

- Aller encore plus loin sur le terrain des taux négatifs ?
  - Certains y verront un instrument d'euthanasie des rentiers ;
  - mais en situation d'incertitude les taux bas ne sont pas le déterminant de l'investissement.
  - Et surtout, les taux bas stimulent la recherche d'actifs plus rentables et donc risqués. Ils stimulent le biais court-termiste et spéculatif des mastodontes bancaires hyperactifs sur les marchés de titres.

# des solutions alternatives existent

- Réorienter la politique monétaire de la BCE : QE4people : <http://www.qe4people.eu>
- Soit via la distribution de bons de consommation éphémères (60mds/340 millions hab ZE = 175 euro / citoyen)
- Soit en conditionnant les prêts de la banque centrale ou ses achats de titres aux banques à la contribution de ces dernières au financement de projets d'investissement de long terme porteurs de croissance et d'emplois.
- Puisque le canal des banques n'achemine plus la monnaie centrale vers l'investissement productif, amenons là directement à l'investissement productif.

# Un problème de policy-mix à résoudre en zone euro

- Le relatif échec du QE de la BCE doit beaucoup à la grande solitude de la BCE. Elle porte seule le poids de l'ajustement conjoncturel dans la ZE.
- Pas d'autres instruments d'ajustement macroconjoncturel, ni avant, ni pendant la crise :
  - avant la crise, un mix politique monétaire / politique macroprudentielle aurait permis de limiter l'emballement financier en Espagne ou en Irlande par exemple.
  - Pendant la crise, un mix politique monétaire / politique budgétaire aurait facilité la gestion de crise.
- Changer de policy-mix fait partie des réformes nécessaires à la refondation de la ZE :
  - <http://www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/lettre/abstract.asp?NoDoc=10621>

# 4. Faut-il retirer aux banques le pouvoir de création monétaire ?

- En 2018, les Suisses répondront par référendum à la question : « Qui doit créer notre argent : les banques privées ou la banque nationale ? » « Initiative monnaie pleine » : <http://www.initiative-monnaie-pleine.ch>
- Rendre le monopole de la création monétaire aux banques centrales : « Plan Chicago » ou « règle du 100% money »
- Idée portée par Irving Fisher dans les 30's, puis soutenue par M. Allais, M. Friedman, J. Tobin.
- cf. note G. Giraud : <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/chronique/rendre-monopole-creation-monetaire-aux-banques-cen>

# *100% money*

- Les banques redeviendraient de simples intermédiaires entre épargnants et emprunteurs
- Les banques prêteraient uniquement les dépôts de leurs clients transférés sur leur compte à la banque centrale. Pas de création monétaire par les banques.
- La Banque centrale serait chargée de déterminer la quantité de monnaie offerte.
- Pour ses partisans, le 100% money ferait disparaître le problème de bank run (plus de risque d'illiquidité) et réduirait les dettes publiques (les trésors publics auraient un compte à la BC) et privées.
- La monnaie ne serait plus une reconnaissance de dette mais une reconnaissance d'actif.

# Controverses

- Dans *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Adair Turner (ancien président de la FSA au RU) défend le 100% money considérant que « la création de crédits est une chose trop importante pour être laissée aux banques »
- J-C. Rochet & I. Ekeland (Le Monde, 3 janvier 2018) lui répondent : « La monnaie est une chose trop sérieuse pour être laissée aux banques centrales ou aux “technofreaks” ».
- Le problème est-il la source de la monnaie ou sa destination ?

Le problème est plus l'orientation de l'euro de crédit que l'indisponibilité de l'euro de réserve.

- le problème actuel n'est pas que les banques créent plus de monnaie qu'elles n'ont de réserves à la banque centrale mais qu'à l'inverse, en dépit de la masse de liquidité mise à leur disposition par la banque centrale, elles n'orientent pas suffisamment leurs ressources vers l'économie réelle.
- Remédier à cela implique une réorientation de l'activité bancaire, que les réformes n'ont manifestement pas réussi à opérer.
- Cela n'a pas grand-chose à voir avec le fait de conditionner chaque euro de crédit bancaire à un euro de réserve à la banque centrale.
- Cf. [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/em/2017/em2017-04.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/em/2017/em2017-04.pdf)

# Références

- Bank of England, « Money creation in the modern economy », Quarterly Bulletin, 2014 Q1, <https://www.monetary.org/wp-content/uploads/2016/03/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>
- Bank of England, « Money in the modern economy : an introduction », Quarterly Bulletin, 2014 Q1
- <http://www.laviedesidees.fr/Pour-une-reforme-radicale-de-la-creation-monetaire.html>
- <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/chronique/rendre-monopole-creation-monetaire-aux-banques-cen>
- [http://www.lemonde.fr/idees/article/2018/01/03/la-monnaie-est-une-chose-trop-serieuse-pour-etre-laissee-aux-banques-centrales-ou-aux-techno-freaks 5237206 3232.html](http://www.lemonde.fr/idees/article/2018/01/03/la-monnaie-est-une-chose-trop-serieuse-pour-etre-laissee-aux-banques-centrales-ou-aux-techno-freaks_5237206_3232.html)

# Références

- J. Couppey-Soubeyran
  - « Monnaie, monnaies », TDC, n° 1107, 15 décembre 2016
  - « Les banques centrales à la peine », Problèmes économiques, Hors-série septembre 2016 n°10 « Comprendre la Finance ».
  - « Toutes ces questions que l'on se pose sur la monnaie », Revue Idées économiques et sociales n°182 (2015/4 – dossier Monnaie et argent), CNDP, Décembre 2015.
  - « La Banque centrale européenne, plus de pouvoirs, plus de devoirs », Questions internationales n°76 Novembre-Décembre 2015.
  - « Qu'est-ce que la monnaie et qui la crée ? », Alternatives Economiques Hors-série n° 105 - avril 2015 (mise à jour de l'article paru dans Alternatives Economiques n°289)
  - Monnaie, banques, finance, Puf, coll. Quadrige, 3ème édition (avec la coll. de G. Arnould), novembre 2015.
- avec S. Dehmej, Réduire les divergences en zone euro en régulant les cycles financiers, Lettre du CEPII n°382, novembre 2017
- avec C. Nijdam, Parlons banque en 30 questions, La Documentation française, coll. Doc en proche, nouvelle édition à paraître.

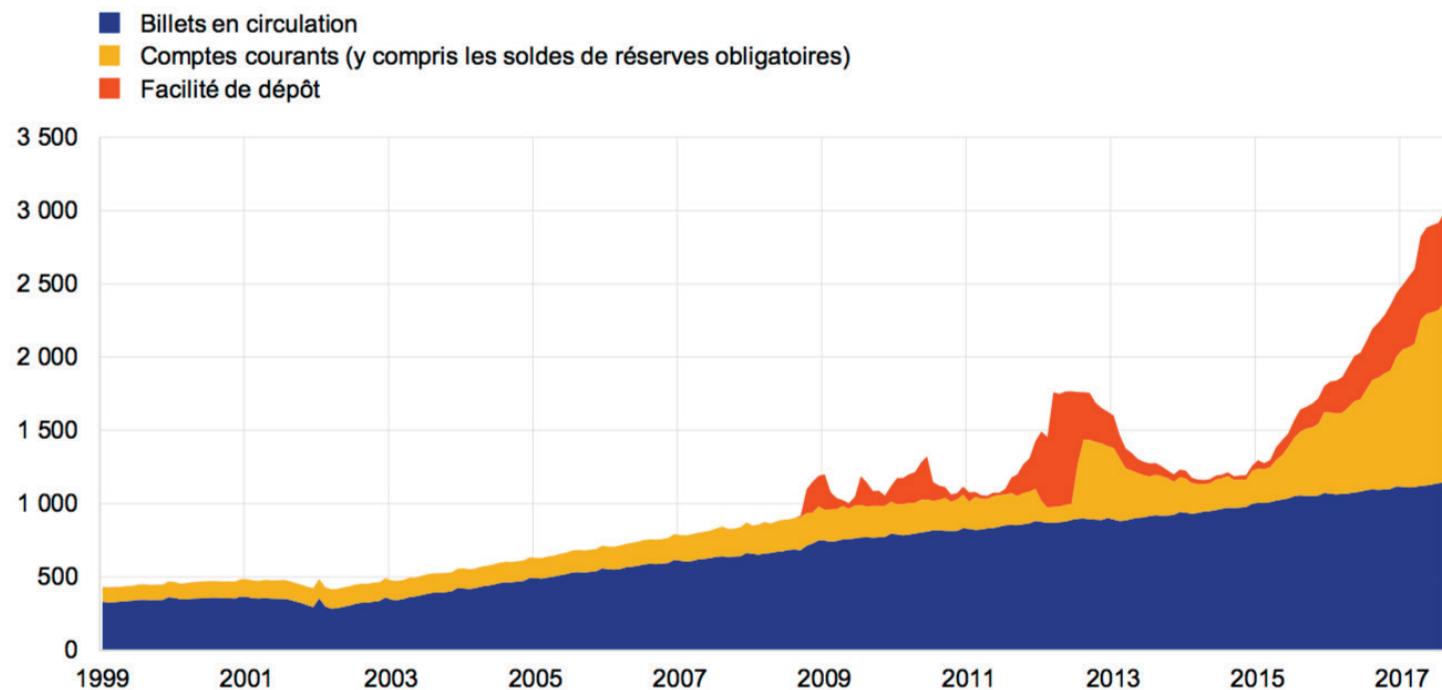
# Annexes graphiques

# Base monétaire

## Bulletin économique BCE n°8/2017

### Base monétaire

(stocks en milliards d'euros)



Source : BCE.

Note : La dernière observation se rapporte à août 2017.

# Agrégats monétaire

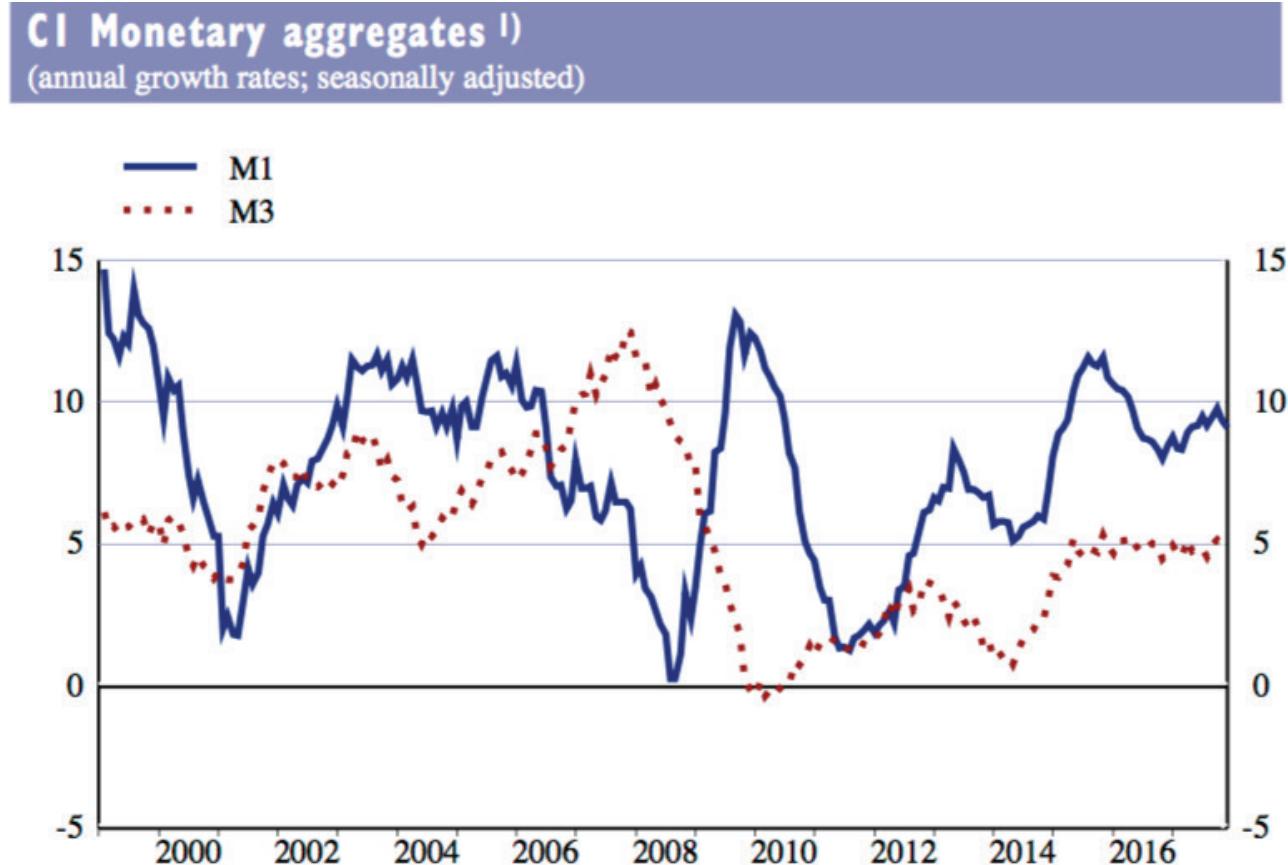
## Bulletin économique BCE n°8/2017

### 5.1 Agrégats monétaires<sup>1)</sup>

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

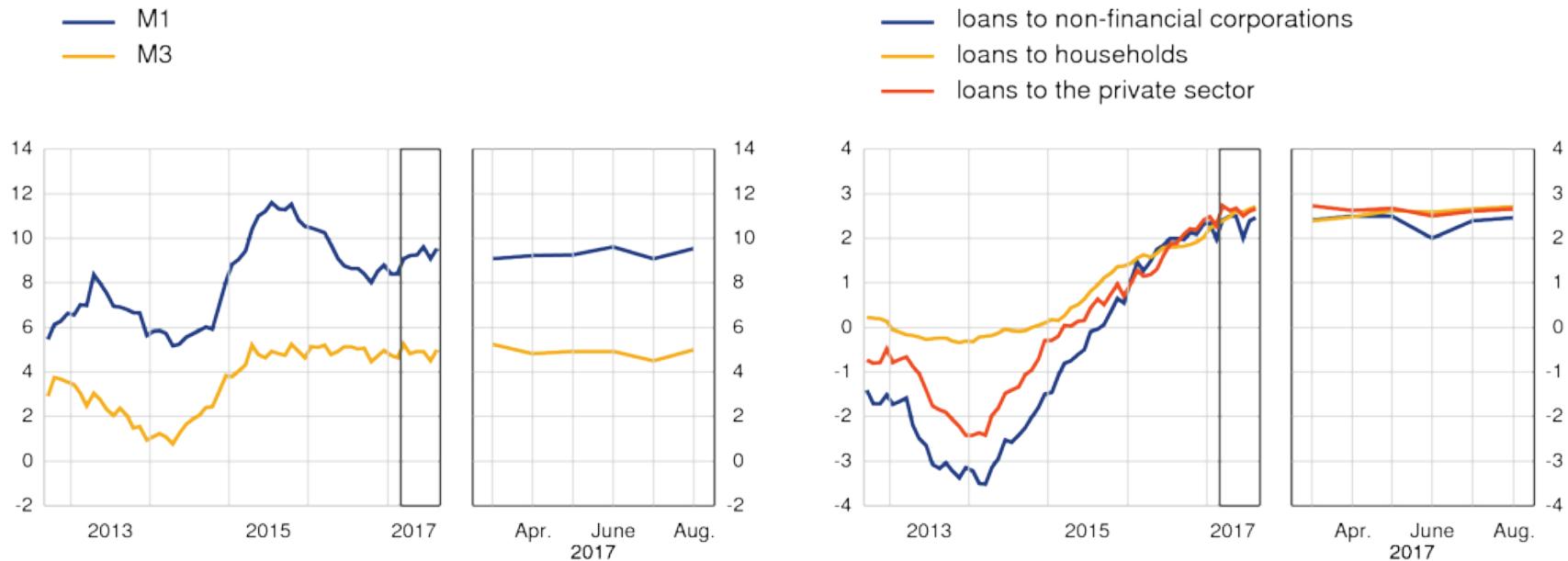
	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pensions		Parts de fonds d'investissement monétaires		Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours												
2014	970,1	4 975,6	5 945,7	1 585,7	2 147,6	3 733,2	9 678,9	120,8	430,0	110,1	660,9	10 339,8
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,1	6 128,3	7 203,4	1 328,6	2 175,7	3 504,3	10 707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11 396,9
2016 T4	1 075,1	6 128,3	7 203,4	1 328,6	2 175,7	3 504,3	10 707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11 396,9
2017 T1	1 087,2	6 292,0	7 379,1	1 304,7	2 181,3	3 486,0	10 865,2	74,4	531,6	100,2	706,2	11 571,3
T2	1 094,9	6 424,8	7 519,7	1 258,0	2 194,2	3 452,2	10 971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11 634,0
T3	1 103,9	6 573,9	7 677,8	1 222,4	2 208,2	3 430,5	11 108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11 785,8
2017 Mai	1 092,5	6 374,4	7 466,9	1 267,6	2 190,1	3 457,7	10 924,6	71,9	519,6	83,3	674,8	11 599,4
Juin	1 094,9	6 424,8	7 519,7	1 258,0	2 194,2	3 452,2	10 971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11 634,0
Juillet	1 095,0	6 468,2	7 563,2	1 245,9	2 200,4	3 446,3	11 009,5	66,3	518,2	79,9	664,4	11 673,9
Août	1 099,6	6 528,0	7 627,6	1 239,0	2 205,0	3 444,0	11 071,6	70,5	521,0	76,9	668,4	11 740,0
Septembre	1 103,9	6 573,9	7 677,8	1 222,4	2 208,2	3 430,5	11 108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11 785,8
Octobre (p)	1 110,0	6 591,1	7 701,2	1 216,1	2 215,4	3 431,5	11 132,7	73,1	529,0	69,3	671,3	11 804,0

# M1 et M3 en zone euro (BCE)



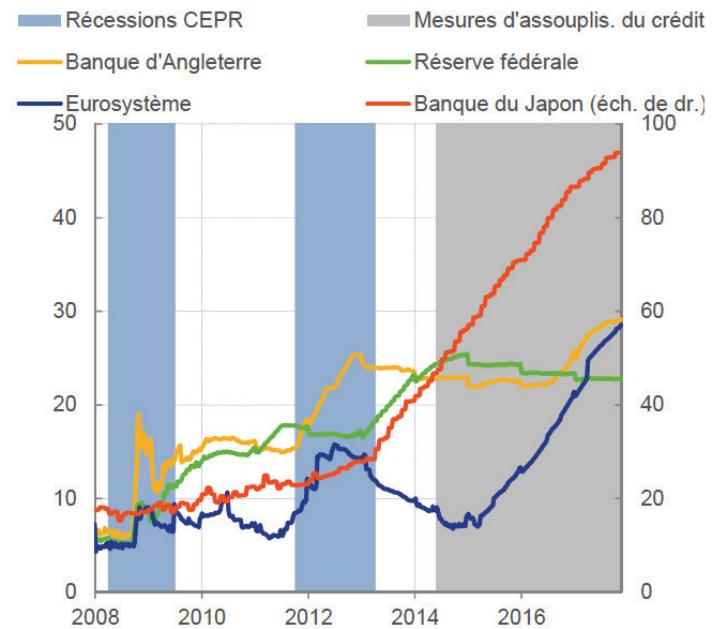
Source: ECB.

# M1 et M3 en zone euro (BCE)



# Bilans des banques centrales

Bilans de la BCE, BoE, FED et BOJ  
(% du PIB)



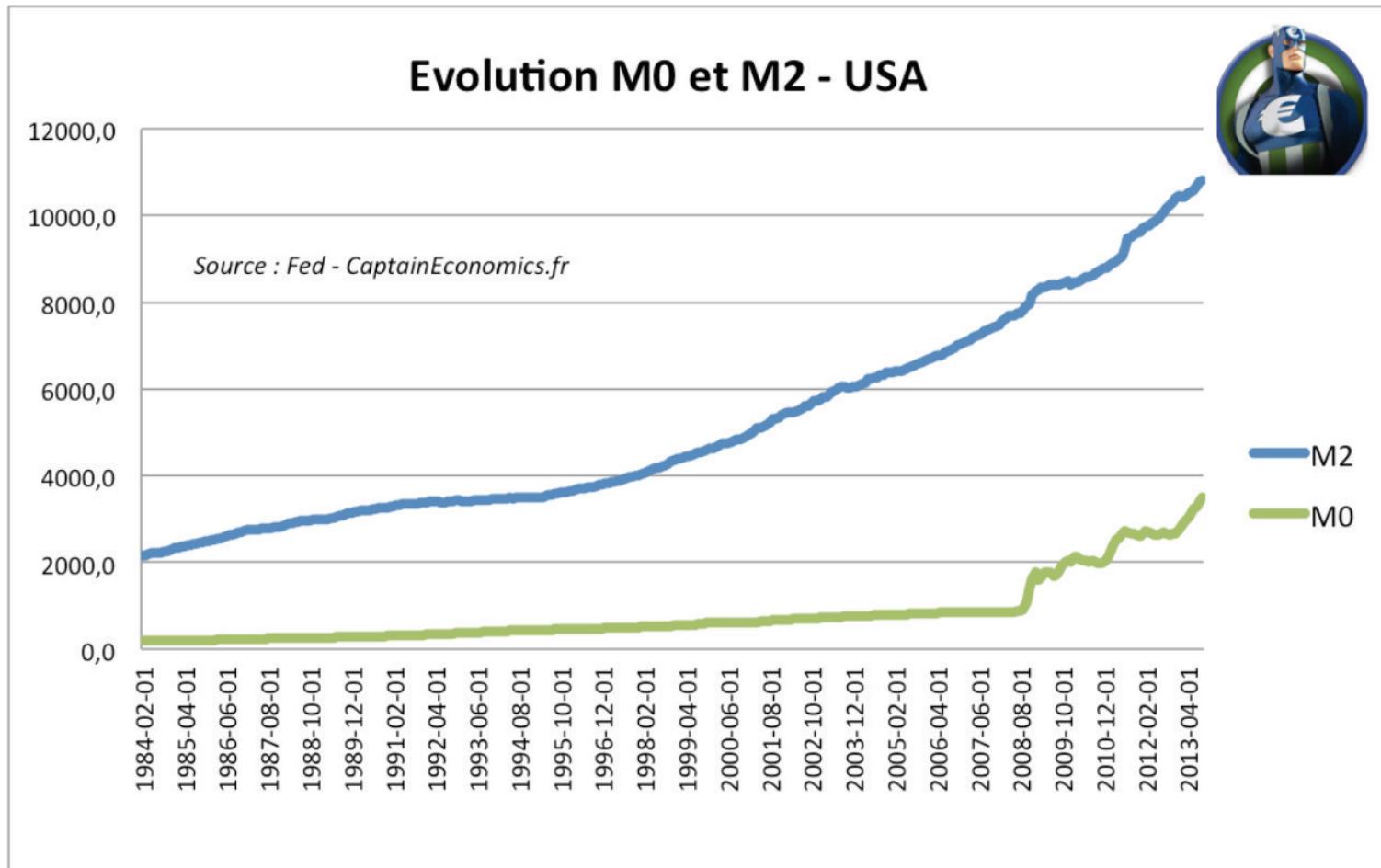
Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Eurostat, BRI.

Note : le bilan de la BCE ne contient que des actifs détenus au titre de la politique monétaire.

Dernière observation : 17 novembre 2017.

# M0 et M2 aux USA

(<http://www.captaineconomics.fr>)



# Taux d'inflation en zone euro + projections

**Chart 19**

Euro area HICP inflation (including projections)

(annual percentage changes)



# Comparaison des prévisions d'inflation dans la zone euro

(taux de variation annuelle en %)

Hausse de l'IPCH

	Date	2017		2018		2019	
		Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	Dernière prévision	Différence avec prévision précédente
<b>Services de la BCE (MPE)</b>	<b>7 sept. 2017</b>	<b>1.5</b>	<b>(=)</b>	<b>1.2</b>	<b>(-0.1)</b>	<b>1.5</b>	<b>(-0.1)</b>
<b>Consensus économique</b>	<b>9 nov. 2017</b>	<b>1.5</b>	<b>(=)</b>	<b>1.3</b>	<b>(=)</b>	<b>1.5</b>	<b>(-0.2)</b>
<b>OCDE</b>	<b>7 juin 2017</b>	<b>1.7</b>	<b>(+0.5)</b>	<b>1.4</b>	<b>(=)</b>	-	-
<b>Baromètre zone euro</b>	<b>16 oct. 2017</b>	<b>1.5</b>	<b>(=)</b>	<b>1.3</b>	<b>(=)</b>	<b>1.6</b>	<b>(-0.1)</b>
<b>Commission européenne</b>	<b>9 nov. 2017</b>	<b>1.5</b>	<b>(-0.1)</b>	<b>1.4</b>	<b>(+0.1)</b>	<b>1.6</b>	-
<b>Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels</b>	<b>27 oct. 2017</b>	<b>1.5</b>	<b>(=)</b>	<b>1.4</b>	<b>(=)</b>	<b>1.6</b>	<b>(=)</b>
<b>FMI</b>	<b>10 oct. 2017</b>	<b>1.5</b>	<b>(-0.1)</b>	<b>1.4</b>	<b>(-0.1)</b>	<b>1.7</b>	<b>(=)</b>

Note : les chiffres entre parenthèses montrent les variations par rapport à la prévision précédente.