

A wooden mannequin is shown from the waist up, holding a thick stack of Euro banknotes. The mannequin's arms are spread out, supporting the stack. The background is a solid teal color. The banknotes are mostly 20 Euro notes, with some 10 Euro notes visible at the bottom. The text 'LE DON MONÉTAIRE' is overlaid on the left side of the image in large, white, sans-serif capital letters.

LE DON MONÉTAIRE

POUR COMPLÉTER LE SYSTÈME MONÉTAIRE

Réseau **Financité**

AUTEUR

André Peters


FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Résumé

Les Etats du monde entier s'endettent pour combattre les conséquences de la pandémie Covid-19 comme ils l'ont fait à la suite de la crise des subprimes en 2008. Partout sur la planète, en flagrante contradiction avec les théories monétaristes de Milton Friedman¹ qui, théoriquement, inspirent leurs actions, les Banques centrales rachètent une importante partie de cette dette publique. Elles la monétisent. Pourtant, l'Union européenne est, à nouveau, paralysée par l'absence de solidarité interétatique et la remise en cause de sa politique monétaire. Les Etats européens sont incapables de mettre sur pied des programmes transnationaux d'ampleur suffisante pour faire face aux défis qui demandent d'importants financements non récurrents comme les conséquences de la pandémie Covid-19 ou la transition écologique.

Pour y répondre, nous proposons le mécanisme du don monétaire européen. Il s'agit d'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 majeur. Cette proposition, probablement jugée utopique par ceux qui n'ont pas encore perçu les conséquences des évolutions monétaires des dix dernières années, pourrait être une source d'inspiration avant longtemps pour permettre aux Etats d'engager les indispensables politiques en réponse aux défis du temps présent. Cette proposition de don vise à compléter le système monétaire actuel, pas à le bouleverser.

Afin d'ancrer cette proposition dans le réel et d'anticiper les objections qui apparaîtront, nous avons examiné la politique monétaire européenne de ces 20 dernières années. Nous basant sur des éléments chiffrés, nous pouvons conclure que :

- De manière progressive et implicite, le modèle monétaire européen a évolué d'un modèle monétaire libéral décentralisé piloté par les taux d'intérêt à un modèle monétaire centralisé piloté par la masse monétaire en circulation.
- La quantité de monnaie centrale en circulation ainsi que la variation de cette quantité ne sont pas, à eux seuls, des facteurs déterminants de l'inflation ! Ce qui, sur la période étudiée, contredit la théorie quantitative de la monnaie qui, officiellement, est la théorie qui fonde l'action des Banques centrales².
- Ni le prix de la monnaie, ni la quantité de monnaie en circulation, ni la variation de ces paramètres ne sont, à eux seuls, des facteurs déterminants de la croissance économique.
- L'instrument du prix de la monnaie ne pourra plus être utilisé dans les prochaines années. Et, de fait, cet outil est d'ores et déjà abandonné par la Banque centrale. La politique monétaire a perdu l'usage de son arme traditionnelle, le taux d'intérêt.
- La hausse des cours boursiers et des prix de l'immobilier suite aux mesures monétaires « non conventionnelles » ont eu des effets distributifs majeurs. Alors que les patrimoines existants ont été revalorisés, l'accès à la propriété immobilière et la constitution de nouveaux patrimoines mobiliers ont été désavantagés par des niveaux de prix plus élevés

¹ Jahan S. et Papageorgiou C., « Qu'est-ce que le monétarisme », L'ABC de l'économie, Finances et développement, mars 2014, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2014/03/pdf/basics.pdf>.

² Ibid.

pénalisant ainsi la jeune génération face à l'ancienne génération. Ces effets distributifs doivent nous amener à repenser la question de l'indépendance de la politique monétaire par rapport aux autres politiques économiques. Comment, en effet, justifier l'apolitisme et l'indépendance de la politique monétaire dès lors qu'elle a des effets distributifs aussi massifs ?

- L'évaluation des résultats de la politique monétaire est une pure question d'appréciation politique, certains verront la bouteille à moitié pleine, d'autres à moitié vide mais personne ne la verra toute pleine ou toute vide.
- L'architecture monétaire contemporaine - comprenant une Banque centrale qui entretient des relations de financement exclusivement avec des banques commerciales motivées par le seul profit financier - entrave les actions d'intérêt général enclenchées par la Banque centrale. Cette architecture empêche le système monétaire de poursuivre des buts différents de ceux déterminés par le corps intermédiaire de banques commerciales. L'action de la Banque centrale leur est assujettie par le biais d'une approbation implicite. Dès lors, la sphère financière domine la sphère monétaire et les faiblesses de la politique monétaire sont largement attribuables à cette structure institutionnelle inadéquate de notre système monétaire.

A partir de ces constats, nous posons un cadre analytique de la création et de la destruction monétaire basée sur un croisement des moyens de création/destruction monétaire avec les catégories d'agents bénéficiaires. Nous identifions ainsi neuf situations monétaires typiques que nous documentons. Cette analyse permet de repositionner dans un cadre théorique cohérent des propositions monétaires comme l'hélicoptère monétaire, le dividende universel ou encore les subventions en intérêt accordées aux banques commerciales.

Ensuite, ayant retenu « le don monétaire destiné aux autorités publiques », création monétaire pure, sans intermédiaire et libre d'endettement comme seule solution susceptible de répondre aux défis du temps présent, nous examinons les conditions de son introduction, du volume monétaire susceptible d'être atteint, des moyens de l'atteindre en gardant la stabilité financière et enfin, nous identifions les moyens qui permettent à la Banque centrale d'éviter tout dérapage du volume de monnaie émise. Nous concluons que dans les conditions actuelles, le bilan de l'Eurosystème pourrait être poussé jusqu'à 5 900 milliards d'euros sous forme de monnaie permanente³, pour 4 962 milliards de monnaie temporaire à l'heure actuelle et que les banques commerciales pourraient accorder des crédits pour 3 044 milliards d'euros sous forme de monnaie temporaire. Le tout, pour une masse monétaire en circulation inchangée par rapport à la situation actuelle. Par conséquent, outre l'octroi de moyens financiers abondants et gratuits pour la réalisation du bien commun, la proposition de don monétaire aboutit à mettre en place un système monétaire mixte composé de monnaie permanente et de monnaie temporaire. Ce système monétaire mixte permet de trouver un juste équilibre entre la sphère financière défendant l'intérêt privé et la sphère monétaire défendant le bien commun. Ainsi, en complément à la « main invisible du marché », le don monétaire constituerait la « main visible de la volonté politique ».

³ Voir annexe 1 pour la définition de monnaie permanente et temporaire.

André Peters

*Sociologue de la monnaie, Certifié en Finances publiques, Cadre dans le secteur financier, Auteur,
Chercheur associé d'Etopia, Membre des éconologistes.*

www.andrepeters.net

peters.a.g.g@gmail.com

Table des matières

1. Introduction.....	5
2. Aspects institutionnels de la politique monétaire	8
2.1. Introduction	8
2.2. Modèle monétaire bancaire à deux niveaux	8
3. Variation de la monnaie de base et variations des autres agrégats monétaires.....	12
3.1. Définitions	12
3.2. Evolution des agrégats monétaires	14
Table 1 : Evolution des agrégats monétaires	15
4. Inflation, variations des taux d'intérêt et de la masse monétaire	18
4.1. Les taux d'intérêt de la Banque centrale	18
4.2. Taux d'intérêt et inflation.....	20
4.3. Masse monétaire et inflation	21
5. Croissance économique, variations des taux d'intérêt et de la masse monétaire.....	23
5.1. Taux d'intérêt et croissance économique	23
5.2. Masse monétaire et croissance économique.....	24
6. Cours boursiers et variation des taux d'intérêt.....	27
7. Conclusions.....	29
8. Proposition : le don monétaire pour compléter le système monétaire	35
8.1. Cadre analytique de la création et de la destruction monétaire	35
8.2. Financement des autorités publiques par prêts ou dons	39
8.3. De la monnaie temporaire à la monnaie permanente	40
8.4. Les limites au volume de monnaie permanente	41
8.5. Instruments de gestion du volume de monnaie permanente.....	43
8.6. Encadrement légal du don et du contre-don monétaire	44
Annexes.....	45
Annexe 1 : Monnaie permanente et monnaie temporaire	45
La monnaie permanente	45
La monnaie temporaire	46
Annexe 2 : Situation financière consolidée de l'eurosystème au 31 décembre 2019	47
Annexe 3 : Agrégats monétaires (situation au 31 décembre 2019)	49
Bibliographie.....	50

1. Introduction

Cette note propose le don monétaire européen comme moyen d'action complémentaire pour résoudre les problèmes collectifs qui demandent d'importants financements non récurrents comme les conséquences de la pandémie Covid-19 ou la transition écologique. Le don monétaire européen est 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 majeur.

Cette capacité du don monétaire européen devrait être attribuée à une coordination institutionnelle européenne spécifique, qui aurait le droit d'octroyer ces dons sur base de propositions des exécutifs européens. Le don devrait contribuer au bien-être de la société, à la stabilité économique et monétaire ainsi qu'à l'équilibre écologique. Ce serait un droit limité de création monétaire contrôlé démocratiquement, fléché vers des projets précis, validés en commun et justifiés socialement sur base de critères objectifs reposant sur les indicateurs européens de développement durable comme la santé, l'éducation, l'énergie, l'économie, l'emploi, l'inflation, la culture, le climat, la biodiversité, etc.

L'instauration du don monétaire, pour peu qu'il ait une ampleur suffisante, pourrait être un puissant facteur d'intégration européenne parce qu'il donnerait de nouveaux moyens aux autorités publiques et qu'il obligerait les Etats membres à étudier et valider ensemble des projets positifs et constructifs. Moyen sans endettement, le don monétaire permettrait de sortir de l'éternelle question de la mise en commun de dettes entre Etats membres.

Sur le plan éthique, le don monétaire serait le cadeau que nous nous accorderions pour résoudre nos problèmes collectifs. A l'heure de la reconstruction post-Covid-19 et des investissements dans le new green deal, le don monétaire pourrait devenir l'outil indispensable qui permettrait de financer les projets jugés utiles au bien commun qui n'ont pas la rentabilité financière jugée indispensable par le secteur privé pour bénéficier d'un financement classique. Ainsi, en complément à la « main invisible du marché », le don monétaire constituerait la « main visible de la volonté politique ».

Toutefois, le concept même de don monétaire fait l'objet d'une opposition assez forte.

L'argumentation la plus immédiate et la plus récurrente qui s'y oppose est celle de la relance de l'inflation, de la perte de valeur de la monnaie en circulation. C'est l'argumentation classique basée sur la théorie quantitative de la monnaie qui affirme que l'injection de quantités supplémentaires de monnaie sans contrepartie du côté de la production de biens et services se traduit par une augmentation des prix. L'inflation de la masse monétaire engendrerait donc une inflation des prix. Cette objection finit généralement par évoquer l'inflation espagnole du XVI^{ème} siècle subséquente aux importations d'or d'Amérique, la crise des assignats après la révolution française, l'hyperinflation de la république de Weimar ou l'inflation argentine avec perte de confiance dans la monnaie, sa destruction finale et, finalement, la destruction de l'ordre social. Bien sûr, cette argumentation à charge oublie généralement de mentionner que cette technique monétaire a permis aux pays européens de se reconstruire après la seconde guerre mondiale, qu'elle a bénéficié à de nombreux pays asiatiques, dont le Japon et la Corée après-guerre et à la Chine depuis les années 80. Néanmoins, il convient de prendre cette objection en

considération, d'en vérifier le bien-fondé et de se préparer à éviter des erreurs qui ont été commises dans le passé.

Cette objection oublie également de mentionner un autre argument, moins visible, plus profond et probablement plus difficile à défendre sur le plan éthique. Pour être complète, cette objection devrait mentionner que, toujours selon cette théorie quantitative de la monnaie, l'inflation aurait un effet d'appauvrissement relatif des détenteurs de richesses monétaires. Cette inflation constituerait, par dévalorisation du patrimoine monétaire existant, un transfert relatif de richesses des plus nantis vers les moins nantis. C'est ce que les économistes appellent « l'effet Cantillon », l'un des multiples effets redistributifs de la politique monétaire.

Enfin, et plus fondamentalement, il est étonnant que les critiques ne relèvent pas la différence essentielle de conception monétaire qu'il y a entre le mode de création monétaire actuel et la création monétaire par le don. Il s'agit pourtant de deux paradigmes totalement différents.

- D'un côté, le mode de création actuel repose sur la conception endogène de la monnaie selon laquelle la monnaie est créée à la demande de l'économie par les demandes de crédit. Les crédits accordés se traduisent par de la création de monnaie scripturale par les banques commerciales. Dans cette conception, c'est le besoin de monnaie (la demande le crédit) qui crée la monnaie. C'est une conception libérale, bancaire et décentralisée de la monnaie dans laquelle l'intérêt privé, généralement à finalité financière, évalué et approuvé par le banquier, qui préside à la création monétaire.
- De l'autre côté, il y a la conception exogène de la monnaie qui postule que la création monétaire peut également être un phénomène extérieur à l'économie. Historiquement, c'était le cas des monnaies basées sur les métaux précieux où c'était la découverte de nouveaux gisements qui amenait une création monétaire supplémentaire. C'est le cas également dans un système monétaire où la décision de création de monnaie est décrétée par l'autorité en charge de la gouvernance du système monétaire. Le don monétaire ressort clairement de cette deuxième conception. C'est une conception sociale et institutionnelle de la monnaie dans laquelle, l'autorité - censée représenter l'intérêt collectif ou le bien commun, désignée par un processus démocratique et appliquant un mandat clairement défini - décrète la création monétaire.

Avant de décider de recourir au don monétaire, il convient de vérifier le bien-fondé des objections précédentes et, le cas échéant, d'y répondre. L'objection centrale porte sur l'effet du volume de monnaie ajouté à la circulation monétaire, qui aurait un effet inflationniste. On pourrait se contenter de ne répondre qu'à cette objection pour tenter de convaincre le lecteur. Toutefois, dans un souci de complétude, il nous apparaît utile d'étudier également l'impact de la variation des taux d'intérêts de la Banque centrale. De cette manière, notre étude couvrira l'ensemble des armes dont la Banque centrale dispose :

- L'arme du « *prix de la monnaie* » avec les taux d'intérêt, d'une part, et
- L'arme du « *volume de monnaie* » avec les opérations quantitatives, d'autre part.

Nous examinerons les effets de l'utilisation de ces armes sur différentes grandeurs macroéconomiques :

- L'évolution des agrégats monétaires
- L'inflation
- La croissance économique
- Les cours boursiers

Toutefois, pour le lecteur peu coutumier des matières monétaires, nous commencerons par un rappel de l'organisation institutionnelle de la politique monétaire. En effet, il est important de comprendre préalablement les mécanismes de création et d'injection monétaire puisque cette configuration n'est ni neutre sur la distribution de la monnaie au sein de l'économie, ni neutre sur l'efficacité de la politique monétaire.

Le lecteur moins intéressé par les détails de cette analyse peut immédiatement se rendre aux conclusions et passer ensuite aux propositions.

2. Aspects institutionnels de la politique monétaire

2.1. Introduction

Les organisations et les institutions monétaires ont considérablement évolué à travers le temps et l'espace. On a connu les monnaies marchandises (sel, matières premières, matières précieuses) que l'on pourrait également nommer « monnaies naturelles ». Puis, pendant des siècles, la masse monétaire en circulation a été représentée par des métaux précieux en circulation (or, argent et bronze), d'abord sous forme de lingots puis sous forme de pièces émises ou certifiées par le souverain. C'était la monnaie métallique.

Ensuite, avec la fiduciarisation de la monnaie, on est progressivement passé à un modèle monétaire bancaire simple dans lequel les billets émis par les changeurs recouvraient la quantité des dépôts d'or et d'argent, puis à un système de réserves fractionnaires où la masse métallique ne représentait plus qu'une partie des billets émis. Ainsi avec la fiduciarisation, le métier bancaire proprement dit est né, c'est-à-dire un métier par lequel le crédit met des moyens de paiement (abusivement appelés "monnaie") en circulation, lesquels ne sont que partiellement couverts par une réserve. Autrement dit, le crédit multiplie la monnaie existante.

Enfin, depuis la décision du Président Nixon en 1971 de suspendre la convertibilité du dollar américain en or et l'entérinement de cette décision par les accords de la Jamaïque en 1976, toute référence à une couverture métallique quelconque a disparu dans le monde entier. Depuis lors, les billets de banque (monnaie fiduciaire) et la tenue informatique des comptes en banque (monnaie scripturale) forment la masse monétaire dont la valeur est purement conventionnelle et autoréférentielle. Outre l'offre et la demande de monnaie, c'est surtout notre organisation institutionnelle et prudentielle qui détermine la confiance et donc la valeur de ce que nous utilisons comme moyen d'échange et que nous appelons « monnaie ». Cette organisation institutionnelle repose sur un modèle monétaire bancaire à deux niveaux.

2.2. Modèle monétaire bancaire à deux niveaux

Le modèle monétaire actuel est un « **modèle bancaire à deux niveaux** » :

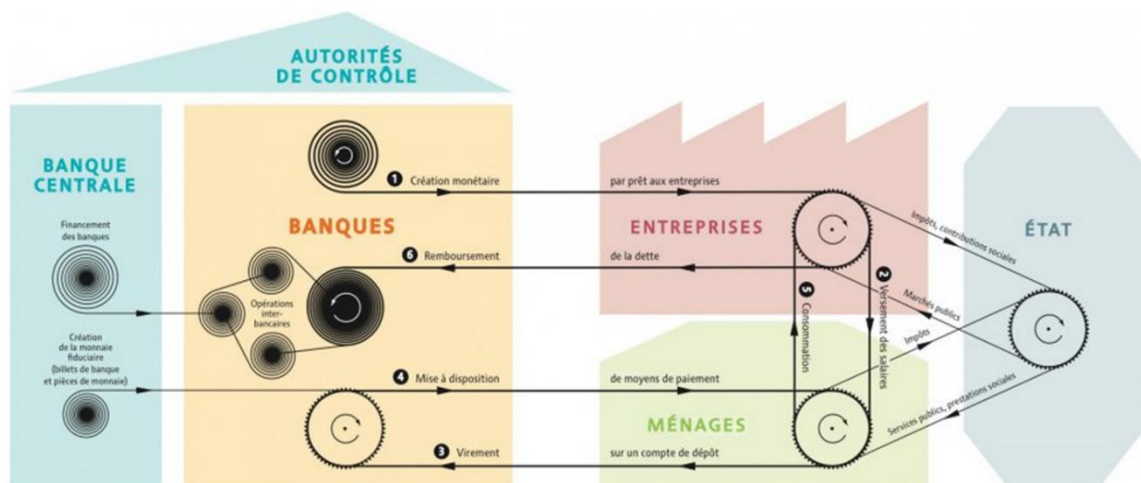
- Le premier niveau est composé de la Banque centrale qui a le monopole de la création et la diffusion de la monnaie légale (ou monnaie centrale⁴ ou monnaie de base). L'euro est la monnaie légale de la zone euro. Cette monnaie légale prend deux formes :
- Les billets de banque, d'une part,
- De la monnaie scripturale (électronique), d'autre part, qui ne circule qu'entre la Banque centrale et les banques commerciales dans le système interbancaire.

L'euro légal est la monnaie interne du système européen de Banques centrales.

- Le deuxième niveau est composé des banques commerciales qui ont des relations commerciales avec l'ensemble des agents économiques (entreprises, administrations

⁴ Au sein de l'Union européenne, il s'agit d'un système composé des Banques centrales nationales auquel s'ajoute également la Banque centrale européenne.

publiques, particuliers et associations diverses). Ce second niveau reçoit des dépôts, octroie des prêts et exécute des paiements pour compte propre et compte de tiers via un système de paiement qui interconnecte les banques. Au-delà du montant des dépôts de monnaie légale qu'elles détiennent, les banques commerciales octroient des crédits en émettant un moyen de paiement privé, leur monnaie privée interne qu'elles appellent toutes « euro » (voir infra). Elles sont par conséquent créatrices de monnaie



Le mécanisme créateur de la monnaie est le crédit bancaire :

- La Banque centrale (Eurosystème) crée la monnaie légale à la demande de crédits des banques commerciales.
- Les banques commerciales créent leur monnaie propre à la demande de crédits de leur clientèle.

La logique de fonctionnement normal est identique pour les deux types de banque. Concrètement, dans les deux cas, les candidats emprunteurs (banques commerciales auprès de la Banque centrale ou clients auprès de banques commerciales) se présentent à la banque. Les candidats emprunteurs demandent un crédit, le banquier examine les garanties mises en gage, évalue le risque de non-remboursement et ensuite octroie le crédit qu'il matérialise en créditant le compte de l'emprunteur. Ce dernier reçoit alors l'autorisation de payer. La banque vient ainsi de créer des moyens de paiement ; de la monnaie légale ou centrale dans le cas de la Banque centrale et de la monnaie privée dans le cas de la banque commerciale !

La monnaie sur le compte peut être utilisée pour tous les paiements internes à la banque – internes à la zone euro pour la monnaie créée par l'Eurosystème - internes à la banque commerciale pour la monnaie créée par celle-ci. Pour faire des paiements entre banques commerciales, celles-ci recourent au système de paiements interbancaire géré par l'Eurosystème. A ce niveau, ce sont les banques commerciales qui possèdent des comptes à la Banque centrale et ces banques peuvent faire, entre elles, des paiements en monnaie centrale, recevoir de l'argent et demander des crédits à la Banque centrale. Habituellement, les banques commerciales compensent les paiements entre elles. Dès lors, on comprend bien que pour avoir un système bancaire qui fonctionne, il ne faut que relativement peu de monnaie légale en comparaison avec les sommes de monnaie locale détenues sur les comptes à vue.

Enfin, lors du remboursement d'un emprunt, le compte d'emprunt est soldé et le moyen de paiement disparaît. La monnaie est détruite.

Dans un tel système monétaire, dit endogène, c'est la demande de monnaie par les emprunteurs via le mécanisme de crédit qui est le moteur de la création monétaire. Le remboursement des emprunts est le mécanisme qui aboutit à la destruction monétaire. La masse monétaire est donc dynamique, on parle de monnaie temporaire. Ce sont les anticipations économiques des agents qui pilotent le volume de monnaie en circulation. S'ils entrevoient un futur développement économique, ils vont investir et/ou consommer à crédit demandant ainsi de la monnaie alors que s'ils entrevoient un futur peu enviable, ils vont restreindre leurs investissements et leur consommation et donc demander moins de crédits. En conséquence, la masse monétaire se dilate et se contracte en fonction des attentes des agents économiques, créant ainsi une forme d'instabilité économique, des cycles successifs de « booms » et de récessions.

Les caractéristiques essentielles de ce modèle monétaire bancaire à deux niveaux sont :

- Les décisions des acteurs sont libres et décentralisées, les décisions de recourir au crédit pour investir ou consommer appartiennent aux agents économiques. Le crédit bancaire est un mode de financement particulièrement adapté à une société libérale privilégiant l'initiative des acteurs privés.
- Le contrôle du système est auto-régulé, les initiatives « folles », « l'exubérance des marchés », « les paris hasardeux » sont, normalement, tempérés par le secteur bancaire qui évalue la rentabilité des projets, les capacités de remboursement des emprunts et octroie les crédits⁵.
- Une instabilité intrinsèque caractérisée par la succession de périodes de croissance et de récession et donc une conjoncture économique instable. Les anticipations des uns entraînant les anticipations des autres, la conjoncture est alimentée par des phénomènes de renforcement et d'emballement des prix de certains actifs que l'on appelle « bulles » – bulle immobilière, bulle des sociétés internet, bulle asiatique, bulle de l'intelligence artificielle, etc. Bulles que les banques sont condamnées à suivre et à financer sous peine de rater des affaires lorsque la conjoncture s'améliore et bulles qu'elles doivent anticiper lorsque le climat des affaires se dégrade pour éviter de plonger financièrement.
- Le crédit bancaire a un effet procyclique sur la conjoncture et contribue à ces moments d'emballement à la hausse, comme à la baisse.
- Les critères présidant à la création monétaire sont exclusivement financiers – seule la rentabilité financière attendue par le banquier justifie la création monétaire. S'il est bien adapté aux projets financièrement rentables, le prêt est un mode de financement intrinsèquement inadapté aux projets non rentables ou dont le retour sur investissement est trop lent. Par exemple, sont infinançables, dans les conditions financières habituelles,

⁵ En réalité, ce rôle de garde-fous n'est pas toujours vérifié. Rappelons-nous simplement la crise financière des subprimes de 2008 due aux nombreux crédits hypothécaires excessifs accordés à des emprunteurs insolubles.

la plantation d'une forêt, la restauration d'un site naturel ou la construction d'une maison de retraite à finalité sociale. Le financement de ces projets nécessite un financement public recourant lui-même à un financement classique. C'est donc le secteur public et, à travers lui les contribuables, qui porte la charge des intérêts destinés au secteur bancaire.

- L'interdiction pour la Banque centrale de financer les autorités publiques en souscrivant à leurs emprunts ou en leur accordant des avances de trésorerie. On notera immédiatement que si cette interdiction a toujours existé dans la zone euro, ça n'a pas toujours été le cas avec les monnaies nationales antérieures à l'euro. C'est ainsi que souvent les Etats bénéficiaient d'avances de trésorerie ou de financements à court terme à des conditions fort intéressantes de la part de leur Banque centrale nationale.
- Dans ce modèle, classiquement, la politique monétaire menée par la Banque centrale n'a qu'un rôle d'adjuvant aux actions des banques commerciales. Sa fonction première est sa fonction de prêteur en dernier ressort qui consiste à prêter de la monnaie centrale lorsque les banques commerciales sont en manque de liquidités. C'est via ce mécanisme de prêts que la Banque centrale peut tenter de faire passer des signaux de sa politique monétaire visant à tempérer les excès (à la hausse et à la baisse) de la conjoncture ou de l'inflation en pratiquant des taux d'intérêt plus ou moins élevés. Fondamentalement, elle a un rôle contracyclique. Toutefois, dans son rôle traditionnel, la Banque centrale est un acteur de second rang sur la scène économique et financière. Son arme principale, le taux d'intérêt pour le refinancement du crédit bancaire, est un outil grossier qui peut avoir des effets contradictoires⁶. Il devrait servir à inciter ou désinciter le crédit bancaire, l'épargne ou la consommation mais en réalité, comme on le verra plus loin, il n'est efficace qu'à la marge.

⁶ Une hausse des taux d'intérêt visant à contenir un dérapage des prix dans un secteur économique peut avoir pour effet de diminuer l'activité dans un autre secteur économique où il serait pourtant intéressant qu'elle progresse...

3. Variation de la monnaie de base et variations des autres agrégats monétaires

Le don monétaire consistant à créer de la monnaie de Banque centrale, il est indispensable d'analyser l'importance de cet agrégat dans l'ensemble des agrégats monétaires et de voir en quoi une variation de cet agrégat affecte les autres agrégats monétaires. Pour ce faire, après un rappel des définitions des agrégats monétaires, nous avons repris les données de ces 20 dernières années.

3.1. Définitions

Avec la financiarisation de l'économie, la coexistence d'une monnaie légale avec des monnaies privées ainsi que la possibilité de convertir très rapidement certains titres (notamment les emprunts de l'Etat) en monnaie, il est devenu nécessaire de définir différents types d'agrégats monétaires.

L'Eurosystème⁷ définit les agrégats monétaires de la manière suivante « *Les agrégats monétaires peuvent être défini comme la somme de la monnaie en circulation plus l'encours de certains instruments financiers qui ont un degré élevé de liquidité. L'Eurosystème a défini un agrégat étroit (M1), un agrégat intermédiaire (M2) et un agrégat large (M3). Ces agrégats diffèrent en ce qui concerne le degré de monétisation des instruments financiers inclus* »⁸.

Vu que notre proposition de don monétaire porte sur la création de monnaie de la Banque centrale stricto sensu, nous définissons en plus l'agrégat **M0**⁹ (monnaie au sens légal) comme la somme du bilan de l'Eurosystème qui, au passif, reprend l'ensemble des engagements monétaires de l'Eurosystème¹⁰ à l'égard des tiers. Le passif du bilan de l'Eurosystème est composé des billets de banque représentant une dette à l'égard de la société en général, des dépôts en monnaie scripturale qui sont des passifs vis-à-vis des institutions financières et monétaires¹¹ (IFM), de dettes diverses, dont celles à l'égard du FMI et, pour environ 10% de dettes non exigibles, comme le capital et des comptes de réévaluation, réserves, etc. M0 constitue la base monétaire de l'économie ou encore la monnaie de Banque centrale en circulation, parfois aussi appelée monnaie centrale. Malgré quelques imprécisions négligeables, le total du bilan de l'Eurosystème est l'estimateur le plus aisé et robuste de M0.

M1 (monnaie au sens étroit) représente l'ensemble des engagements monétaires de l'ensemble des IFM de la zone euro. Cet agrégat est composé des billets en circulation et des soldes des comptes à vue. C'est la monnaie qui est à la disposition des agents économiques pour faire leurs transactions.

M2 inclut l'agrégat M1 auquel on ajoute les dépôts à terme d'une durée initiale de maximum de

⁷ L'Eurosystème est un organe de l'Union européenne, qui regroupe la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro. Il s'agit donc, en quelque sorte, de l'institution qui gère la zone euro. A ne pas confondre avec le Système européen des banques centrales qui couvre toutes les banques centrales de l'Union, y compris celles des pays n'ayant pas (encore) adopté l'euro.

⁸ Manual on MFI balance sheet statistics, European central bank – Eurosystem - January 2019, p.164. (traduction de l'auteur).

⁹ Chaque agrégat est défini par la lettre M (pour Monnaie) et un nombre d'ordre, 0, 1, 2, 3.

¹⁰ Ces engagements sont les ressources que l'Eurosystème met en œuvre pour mener à bien ses missions.

¹¹ Les institutions financières et monétaires (IFM) sont, essentiellement, les institutions de crédit résidentes sur le territoire de l'Eurosystème, c'est-à-dire les banques commerciales.

deux ans ainsi que les dépôts avec un préavis inférieur à trois mois.

M3 (monnaie au sens large) inclut l'agrégat M2 auquel on ajoute des opérations financières en cours et des titres financiers relativement liquides. Il s'agit des opérations de « repurchase agreement »¹², les titres de propriété des organismes de placement collectif monétaire¹³ et les titres de créances émis par les IFM d'une durée initiale de moins de deux ans.

De manière synthétique, on a :

Definition of euro area monetary aggregates

Liabilities ¹³⁹	M1	M2	M3
Currency in circulation	x	x	x
Overnight deposits	x	x	x
Deposits with agreed maturity up to 2 years		x	x
Deposits redeemable at notice up to 3 months		x	x
Repurchase agreements			x
MMF shares/units			x
Debt securities issued by MFIs with a maturity of up to 2 years			x

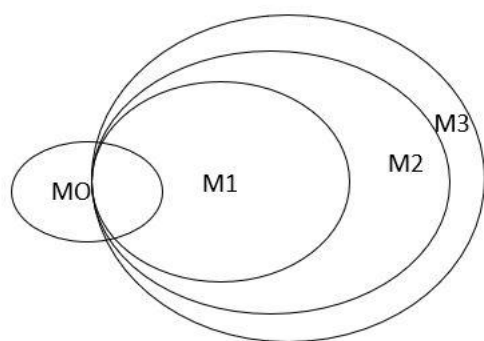
Source : Banque centrale européenne

On remarquera que ces agrégats monétaires (M1, M2 et M3) définissent les obligations monétaires du secteur financier dans son ensemble, y compris l'Eurosystème, vis-à-vis des autres secteurs économiques de la zone euro. On se rappellera toutefois que le seul moyen de paiement ayant cours légal est inclus en M0, composé des billets de banque centrale, des pièces de monnaie et des dépôts des banques commerciales auprès des banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème. Tous les autres moyens de paiement, considérés comme de la monnaie ou de la quasi-monnaie, constituent de la monnaie privée et ne sont donc que des promesses de paiement en monnaie légale. C'est de la monnaie de second rang alors que la monnaie légale est la monnaie de premier rang qui constitue la liquidité ultime et seul instrument officiel de paiement.

¹² Repurchase agreement ou « repo » ou, en français « prise en pension », est une opération financière par laquelle un titre financier est vendu à une contrepartie à un prix donné avec le droit ou l'obligation pour le vendeur de racheter ce titre à un prix et un terme donnés. Le prix de rachat est (généralement) plus élevé que le prix de vente initial et correspond à l'intérêt financier que le vendeur initial paie à l'acheteur initial pour disposer de la monnaie qu'il reçoit en échange de cette « opération de vente au comptant – rachat à terme ». Cet instrument financier est intensivement utilisé par les Banques centrales dans le cadre de leur politique monétaire afin de mettre des liquidités à disposition des IFM pour une courte période moyennant le paiement d'un intérêt calculé au taux fixé unilatéralement par la Banque centrale.

¹³ L'activité des organismes de placement collectif monétaire (OPCm) consiste à recevoir des dépôts à court terme, donc très liquides, et à les prêter à des organismes ayant besoin de financement. Souvent il s'agit de prêts renouvelés quotidiennement notamment par le biais de repo. Ces OPCm peuvent être comparés à des comptes à vue desquels les sommes peuvent être retirées à tout instant.

Graphiquement, on a :



3.2. Evolution des agrégats monétaires

Pour la période sous revue 1999-2009, l'ensemble des agrégats monétaires sont en progression (voir tableau et graphique ci-dessous). L'agrégat M0 (Monnaie centrale) a bondi en trois phases successives 2007-2008, 2011 et 2015-2017 qui correspondent à des phases de crise, la crise des subprimes, la crise des dettes souveraines et les risques de déflation. L'agrégat M0 est ainsi passé de l'indice 100 en 1999 à 584 en décembre 2019 alors que les autres agrégats ont connu une évolution moindre¹⁴. Cela démontre le volontarisme de la politique monétaire de ces dernières années avec, notamment, l'importance de l'assouplissement quantitatif¹⁵ (QE), l'arme agissant sur le « volume de monnaie » qui a atteint 3.923 milliards € d'injection cumulée de monnaie au 15 mai 2020¹⁶. L'évolution est telle que la proportion de monnaie de base (M0) passe de 17% de la monnaie au sens large (M3) en 1999 à 36% en 2019¹⁷. De ce fait, la monnaie centrale joue un rôle de plus en plus important dans l'économie. On constate également une évolution plus lente de l'agrégat M1 par rapport à M0. Ce qui signifie que l'accroissement des crédits par le secteur bancaire n'a pas pu suivre à la même vitesse l'évolution de la masse monétaire (M0) injectée par le QE. De même les agrégats M2 et M3 évoluent encore moins rapidement.

¹⁴ Le calcul de l'évolution de ces agrégats peut-être légèrement biaisé par le fait que l'évolution du volume de billets de banque en circulation se retrouve dans tous les agrégats (M0, M1, M2 et M3), mais ce biais ne change rien aux conclusions générales.

¹⁵ L'assouplissement quantitatif - traduction de l'anglais de Quantitative Easing (QE) – « désigne un type de politique monétaire dite « non conventionnelle » consistant pour une Banque centrale à racheter massivement des titres de dettes aux acteurs financiers, notamment des bons du trésor ou des obligations d'entreprise, et dans certaines circonstances des titres adossés à des actifs comme des titres hypothécaires ». Source : Wikipédia.org

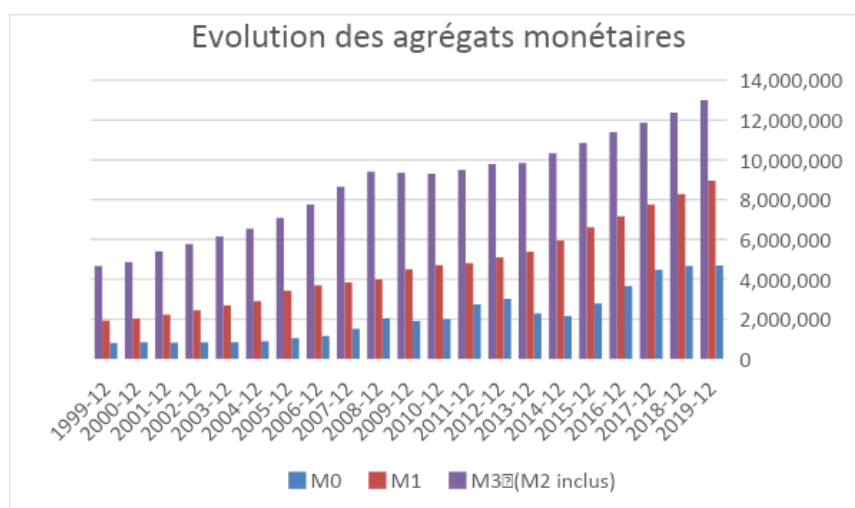
¹⁶ Ce montant comprend les opérations de refinancement à plus long terme des établissements de crédit pour 969 milliards € et des titres (principalement de dette publique) détenus à des fins de politique monétaire pour 2.954 milliards €.

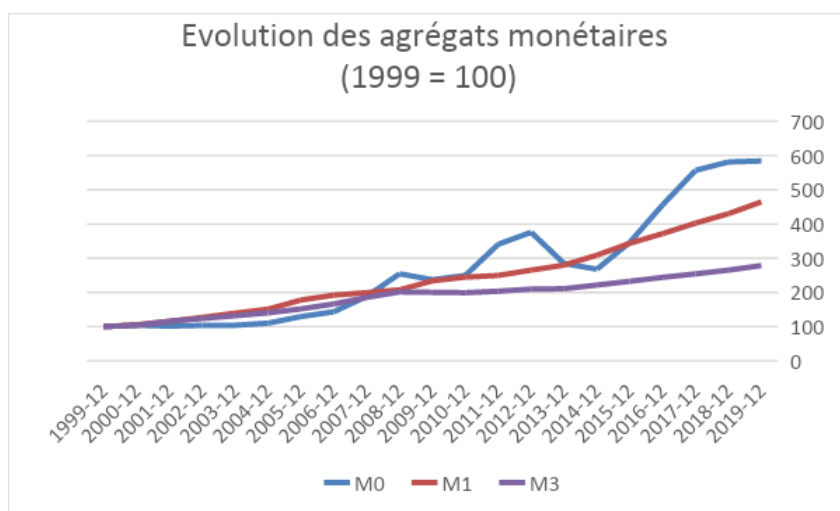
¹⁷ $(803\,192 : 4\,078\,868) * 100 = 17\%$ et $(4\,691\,998 : 12\,999\,113) * 100 = 36\%$

Table 1 : Evolution des agrégats monétaires

Période	Agrégats monétaires (en millions euros)					Evolution (1999 = 100)			
	M0	M1	M2 (M1 inclus)	M3 (M2 inclus)	Accroissement annuel de M0	M0	M1	M2 (M1 inclus)	M3 (M2 inclus)
2019-12	4 691 998	8 944 737	12 379 059	12 999 113	22 995	584,2	464,6	303,5	278,5
2018-12	4 669 003	8 278 090	11 702 038	12 371 789	197 440	581,3	430,0	286,9	265,1
2017-12	4 471 563	7 750 111	11 208 451	11 867 538	808 662	556,7	402,6	274,8	254,3
2016-12	3 662 901	7 158 714	10 709 459	11 389 727	881 756	456,0	371,8	262,6	244,0
2015-12	2 781 145	6 614 314	10 218 452	10 850 414	630 898	346,3	343,6	250,5	232,5
2014-12	2 150 247	5 944 224	9 677 848	10 334 896	-135 152	267,7	308,8	237,3	221,4
2013-12	2 285 399	5 384 753	9 210 449	9 835 620	-732 799	284,5	279,7	225,8	210,7
2012-12	3 018 198	5 102 620	8 998 405	9 787 906	282 570	375,8	265,0	220,6	209,7
2011-12	2 735 628	4 803 639	8 607 044	9 497 601	731 196	340,6	249,5	211,0	203,5
2010-12	2 004 432	4 709 706	8 422 140	9 294 345	99 497	249,6	244,6	206,5	199,1
2009-12	1 904 935	4 500 560	8 208 612	9 346 624	-138 530	237,2	233,8	201,2	200,3
2008-12	2 043 465	3 992 465	8 041 456	9 401 865	532 221	254,4	207,4	197,1	201,4
2007-12	1 511 244	3 838 952	7 355 317	8 650 036	360 264	188,2	199,4	180,3	185,3
2006-12	1 150 980	3 696 413	6 663 668	7 756 980	112 828	143,3	192,0	163,4	166,2
2005-12	1 038 152	3 422 279	6 093 186	7 087 688	153 919	129,3	177,8	149,4	151,9
2004-12	884 233	2 905 953	5 573 540	6 540 370	49 076	110,1	150,9	136,6	140,1
2003-12	835 157	2 681 722	5 238 327	6 148 767	2 599	104,0	139,3	128,4	131,7
2002-12	832 558	2 442 884	4 915 147	5 767 431	17 896	103,7	126,9	120,5	123,6
2001-12	814 662	2 221 922	4 615 510	5 402 883	-20 403	101,4	115,4	113,2	115,8
2000-12	835 065	2 025 182	4 226 952	4 859 203	31 873	104,0	105,2	103,6	104,1
1999-12	803 192	1 925 201	4 078 868	4 667 221		100,0	100,0	100,0	100,0

Source : ECB





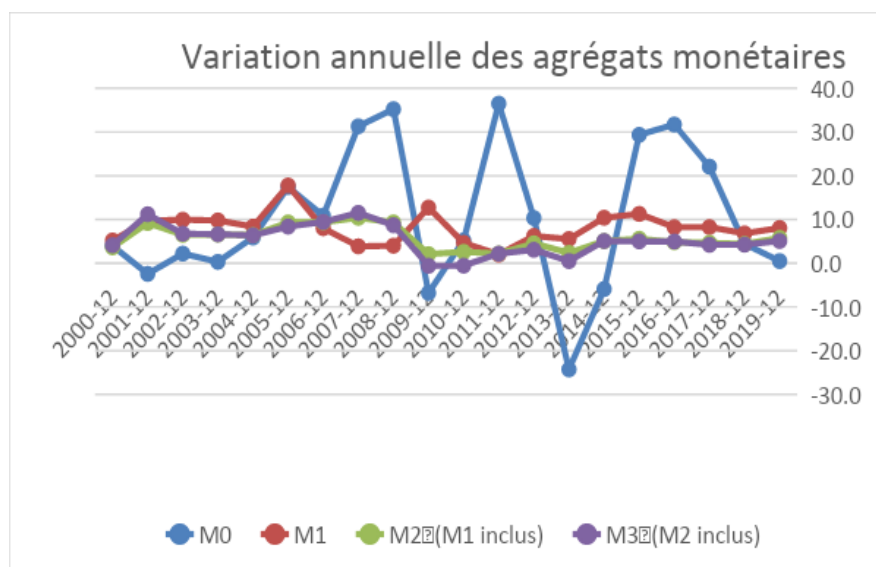
On constate également, ci-après, les fortes variations annuelles de M0 démontrant ainsi la liberté d'action de l'Eurosystème sur son bilan comptable, on remarque également que ces variations n'affectent pas particulièrement le comportement des autres agrégats monétaires. Alors que les tendances générales à la hausse sont corrélées, les variations à court terme de M0 sont totalement décorrélées des autres agrégats monétaires. Par conséquent, on peut en déduire que le moteur de la variation des crédits exprimés par M1, M2 et M3 est différent de celui de M0. Dans ce dernier cas, il s'agit d'actions volontaires de l'Eurosystème pour obtenir des résultats macroéconomiques (absence de déflation, baisse des taux d'intérêt, échec à la spéculation pour la scission de la zone euro), alors que les banques commerciales n'augmentent leurs crédits qu'à la condition que les perspectives économiques soient positives.

La croissance de la masse monétaire centrale n'a pas été entraînée par la demande des banques commerciales, elle a été pilotée par des décisions de politique monétaire. Par conséquent, il apparaît que l'Eurosystème devient de plus en plus souverain sur l'injection de monnaie centrale et sur l'offre de monnaie. Avec le QE, la Banque centrale est passée du rôle d'un acteur monétaire passif répondant aux sollicitations du marché à un rôle de pilote actif du volume monétaire en circulation. Par ces actions non conventionnelles, l'Eurosystème s'est totalement éloigné des principes monétaristes – non interventionnistes - qui forment le fondement de son mandat. Implicitement, c'est un aveu d'échec des théories défendues par cette école de pensée.

Table 2 : Variation annuelle des agrégats monétaires

Période	% variation par rapport à l'année précédente			
	M0	M1	M2 (M1 inclus)	M3 (M2 inclus)
2019-12	0,5	8,1	5,8	5,1
2018-12	4,4	6,8	4,4	4,2
2017-12	22,1	8,3	4,7	4,2
2016-12	31,7	8,2	4,8	5,0
2015-12	29,3	11,3	5,6	5,0
2014-12	-5,9	10,4	5,1	5,1
2013-12	-24,3	5,5	2,4	0,5
2012-12	10,3	6,2	4,5	3,1
2011-12	36,5	2,0	2,2	2,2
2010-12	5,2	4,6	2,6	-0,6
2009-12	-6,8	12,7	2,1	-0,6
2008-12	35,2	4,0	9,3	8,7
2007-12	31,3	3,9	10,4	11,5
2006-12	10,9	8,0	9,4	9,4
2005-12	17,4	17,8	9,3	8,4
2004-12	5,9	8,4	6,4	6,4
2003-12	0,3	9,8	6,6	6,6
2002-12	2,2	9,9	6,5	6,7
2001-12	-2,4	9,7	9,2	11,2
2000-12	4,0	5,2	3,6	4,1

Moyenne	10,4	8,0	5,7	5,3
Corrélation avec M0		-0,23	0,31	0,32
Corrélation avec M1			0,23	0,15
Corrélation avec M2				0,96



4. Inflation, variations des taux d'intérêt et de la masse monétaire

L'objectif principal de la banque centrale est fixé par l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Il est de contrôler l'inflation et accessoirement de soutenir les politiques économiques européennes¹⁸. Cet objectif se traduit par une cible d'inflation proche de 2% par an¹⁹ et, classiquement, les taux d'intérêt à court terme sont les armes principales de la politique monétaire.

4.1. Les taux d'intérêt de la Banque centrale

Les trois taux principaux de l'Eurosystème sont :

1. Le taux pour les facilités de dépôt au jour le jour, soit le taux d'intérêt accordé aux dépôts des banques commerciales pour 24 heures ;
2. Le taux des appels d'offres est le taux appliqué aux banques commerciales pour leurs emprunts de liquidités d'une durée de deux semaines ;
3. Le taux pour les facilités marginales de prêt, soit le taux d'intérêt applicable aux emprunts des banques commerciales pour 24 heures.

Toutefois, depuis le développement des opérations non-conventionnelles dans le cadre de l'assouplissement quantitatif, l'Eurosystème octroie également des financements à plus long terme (TLTRO)²⁰ aux institutions de crédit via des prêts d'une durée de 3 à 4 ans à un taux égal ou inférieur à celui des facilités de dépôt. A l'heure actuelle, ces financements TLTRO représentent 969 milliards € au bilan de l'Eurosystème.

Table 3 : Taux d'intérêt à court terme de l'Eurosystème

Date	Facilités de dépôt au jour le jour	Appel d'offres	Facilités marginales de prêt
18/09/2019	-0,50	0,00	0,25
16/03/2016	-0,40	0,00	0,25
09/12/2015	-0,30	0,05	0,30
10/09/2014	-0,20	0,05	0,30
11/06/2014	-0,10	0,15	0,40
13/11/2013	0,00	0,25	0,75
08/05/2013	0,00	0,50	1,00
11/07/2012	0,00	0,75	1,50
14/12/2011	0,25	1,00	1,75
09/11/2011	0,50	1,25	2,00
13/07/2011	0,75	1,50	2,25
13/04/2011	0,50	1,25	2,00
13/05/2009	0,25	1,00	1,75
08/04/2009	0,25	1,25	2,25
11/03/2009	0,50	1,50	2,50
21/01/2009	1,00	2,00	3,00
10/12/2008	2,00	2,50	3,00
12/11/2008	2,75	3,25	3,75
15/10/2008	3,25	3,75	4,25

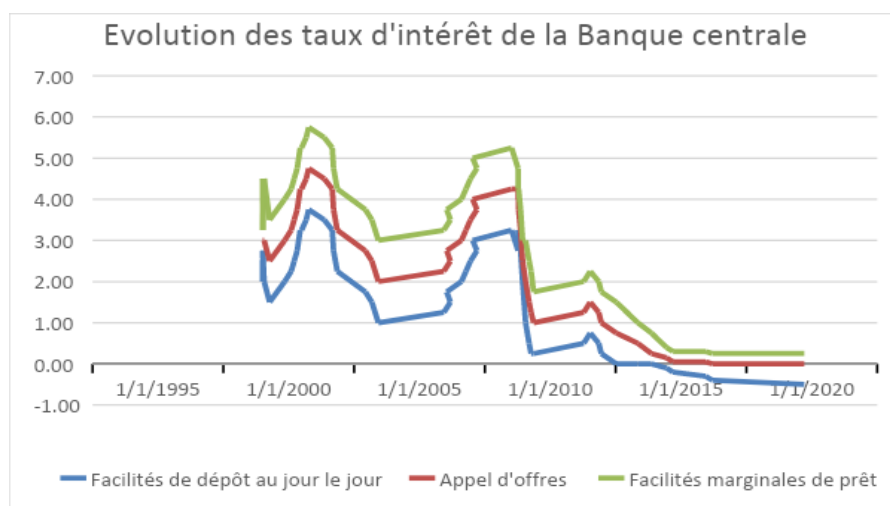
¹⁸ Art. 127 du TFUE : « L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé "SEBC", est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne ».

¹⁹ Cette cible de taux de taux d'inflation de 2%, correspond dans la définition du SEBC à une forme de stabilité des prix qui lui permet de conclure à une absence d'inflation et à un faible risque de déflation. Notons donc que par « objectif de stabilité des prix » on n'entend pas « une inflation proche de 0% ».

²⁰ TLTRO : Targeted Long Term Refinancing Operations

09/10/2008	3,25	4,25	4,25
08/10/2008	2,75	4,25	4,75
09/07/2008	3,25	4,25	5,25
13/01/2007	3,00	4,00	5,00
14/03/2007	2,75	3,75	4,75
13/12/2006	2,50	3,50	4,50
11/10/2006	2,25	3,25	4,25
09/08/2006	2,00	3,00	4,00
15/01/2006	1,75	2,75	3,75
08/03/2006	1,50	2,50	3,50
06/12/2005	1,25	2,25	3,25
06/06/2003	1,00	2,00	3,00
07/03/2003	1,50	2,50	3,50
06/12/2002	1,75	2,75	3,75
09/11/2001	2,25	3,25	4,25
18/09/2001	2,75	3,75	4,75
31/08/2001	3,25	4,25	5,25
11/05/2001	3,50	4,50	5,50
06/10/2000	3,75	4,75	5,75
01/09/2000	3,50	4,50	5,50
28/06/2000	3,25	4,25	5,25
09/06/2000	3,25	4,25	5,25
28/04/2000	2,75	3,75	4,75
17/03/2000	2,50	3,50	4,50
04/02/2000	2,25	3,25	4,25
05/11/1999	2,00	3,00	4,00
09/04/1999	1,50	2,50	3,50
22/01/1999	2,00	3,00	4,50
04/01/1999	2,75	3,00	3,25
01/01/1999	2,00	3,00	4,50

Au cours de la période sous revue 1999-2019, la Banque a considérablement diminué ses taux d'intérêt, on peut même parler d'écroulement. Particulièrement depuis la crise des subprimes de 2008 et la crise des dettes souveraines de 2011 à laquelle l'Eurosystème a répondu par une deuxième phase d'assouplissement quantitatif (QE). Le taux accordé sur les facilités de dépôt accordé aux banques commerciales pour leurs dépôts auprès de la Banque centrale est même devenu négatif ces 5 dernières années montrant ainsi la volonté de la Banque centrale de pénaliser ces dépôts et de pousser les banques commerciales à accorder des crédits aux agents économiques. Le taux des appels d'offres pour les emprunts auprès de l'Eurosystème se sont également écroulés pour atteindre le niveau zéro. L'argent emprunté par les banques commerciales auprès de la Banque centrale est aujourd'hui gratuit ! Et, enfin, les facilités marginales de prêt sont également aidées par des taux très faibles. La liquidité des banques est ainsi assurée et elles reçoivent une aide pour assurer leur rentabilité et leur solvabilité.

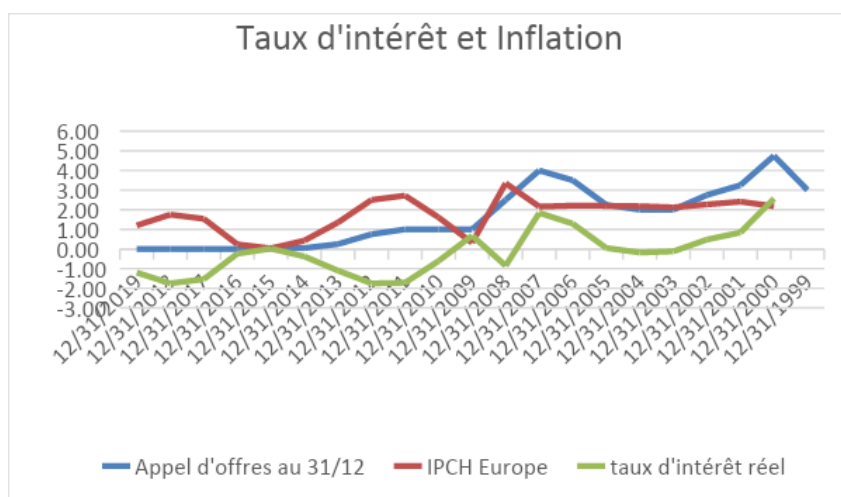


4.2. Taux d'intérêt et inflation

Si l'on compare, dans le tableau ci-après, le taux central des appels d'offres de l'Eurosystème en vigueur au 31 décembre de chaque année avec le taux d'inflation de la même année, on constate que les taux d'intérêt réels sont pratiquement systématiquement négatifs depuis 2009. Le coût de la monnaie centrale, quand coût il y a, ne couvre même pas le prix de sa dévaluation monétaire ! Par ce coût réel négatif de la monnaie centrale, l'Eurosystème aide les banques commerciales à rester rentables et tente de relancer le crédit pour relancer l'activité et l'inflation afin d'atteindre sa cible de 2%. Manifestement, il n'y parvient pas.

Table 4 : Comparaison des taux des appels d'offres et d'inflation et taux d'intérêt réel

	Appel d'offres au 31/12	IPCH Europe	Taux d'intérêt réel
31/12/2019	0,00	1,2	-1,20
31/12/2018	0,00	1,8	-1,75
31/12/2017	0,00	1,5	-1,54
31/12/2016	0,00	0,2	-0,24
31/12/2015	0,05	0,0	0,02
31/12/2014	0,05	0,4	-0,38
31/12/2013	0,25	1,4	-1,10
31/12/2012	0,75	2,5	-1,75
31/12/2011	1,00	2,7	-1,72
31/12/2010	1,00	1,6	-0,61
31/12/2009	1,00	0,3	0,68
31/12/2008	2,50	3,4	-0,85
31/12/2007	4,00	2,2	1,84
31/12/2006	3,50	2,2	1,29
31/12/2005	2,25	2,2	0,05
31/12/2004	2,00	2,2	-0,18
31/12/2003	2,00	2,1	-0,12
31/12/2002	2,75	2,3	0,48
31/12/2001	3,25	2,4	0,84
31/12/2000	4,75	2,2	2,57
31/12/1999	3,00		



4.3. Masse monétaire et inflation

La principale objection au don monétaire de la Banque centrale consiste à dire que l'inflation de la base monétaire va engendrer une inflation des prix. Dans un chapitre précédent, nous avons vu que M0 avait crû d'un facteur 5,84 et M3 de 2,78 au cours des dernières années. Selon la théorie quantitative de la monnaie, sur laquelle se base cette objection, on aurait dû assister à une forte inflation au cours de ces années. Or, comme l'indique le tableau ci-dessous le taux d'inflation moyen des 20 dernières années au sein de la zone euro, mesuré par l'indice IPCH, a été de 1,7% alors qu'en moyenne M0 a crû de 10,4% et M3 de 5,3%. Pire encore, si on s'en tient à l'observation des 10 dernières années, M0 a crû de 11% par an, M3 de 3,4% par an alors que l'inflation a crû de 1,3% par an. L'évolution de l'inflation est totalement décorrélée de l'évolution de la masse monétaire, tant de M0 que de M3. Manifestement, l'idée que l'augmentation de la masse monétaire centrale entraîne ipso facto un accroissement de l'inflation est une fausse croyance et, ici encore, une théorie monétaire classique se voit battue en brèche par la réalité. La théorie quantitative de la monnaie telle qu'elle est exprimée à ce jour n'est pas – ou plus – applicable !

Table 5 : Taux de variation annuel du volume monétaire comparé au taux d'inflation

Période	M0	M3 (M2 inclus)	IPCH Europe
2019	0,5	5,1	1,2
2018	4,4	4,2	1,8
2017	22,1	4,2	1,5
2016	31,7	5,0	0,2
2015	29,3	5,0	0,0
2014	-5,9	5,1	0,4
2013	-24,3	0,5	1,4
2012	10,3	3,1	2,5
2011	36,5	2,2	2,7
2010	5,2	-0,6	1,6
2009	-6,8	-0,6	0,3
2008	35,2	8,7	3,4
2007	31,3	11,5	2,2
2006	10,9	9,4	2,2
2005	17,4	8,4	2,2
2004	5,9	6,4	2,2

2003	0,3	6,6	2,1
2002	2,2	6,7	2,3
2001	-2,4	11,2	2,4
2000	4,0	4,1	2,2
Moyenne	10,4	5,3	1,7
Corrélation		-0,54	0,20

Sources : ECB et Eurostat

5. Croissance économique, variations des taux d'intérêt et de la masse monétaire

5.1. Taux d'intérêt et croissance économique

L'arme conventionnelle des banquiers centraux est le taux de refinancement appliqué aux banques commerciales à court de liquidités²¹. C'est le taux des appels d'offre en vigueur au 31 décembre de chaque année qui est repris dans le tableau ci-dessous²². Dans la théorie économique classique, une baisse de ce taux devrait avoir pour conséquence une baisse du prix de l'argent sur les marchés financiers (baisse des taux d'intérêt) et devrait donc stimuler les incitations à emprunter pour lancer des nouveaux projets d'investissements (industriels et immobiliers) et stimuler la consommation ainsi que la désépargne. La baisse de ce taux d'intérêt doit donc stimuler l'activité économique et l'augmentation du PIB. Un bref coup d'œil sur les données nous permet de constater que les taux d'intérêt sont pratiquement à zéro depuis 10 ans. L'argent est gratuit. Or, peut-on réellement parler de forte croissance alors que la croissance nominale a été de 2,6% en moyenne ces 10 dernières années et que la croissance en volume (hors inflation) a été de 1,2% sur la même période ? Poser la question, c'est y répondre ! Manifestement, l'arme du taux d'intérêt n'est pas suffisante pour réenclencher un processus de croissance économique.

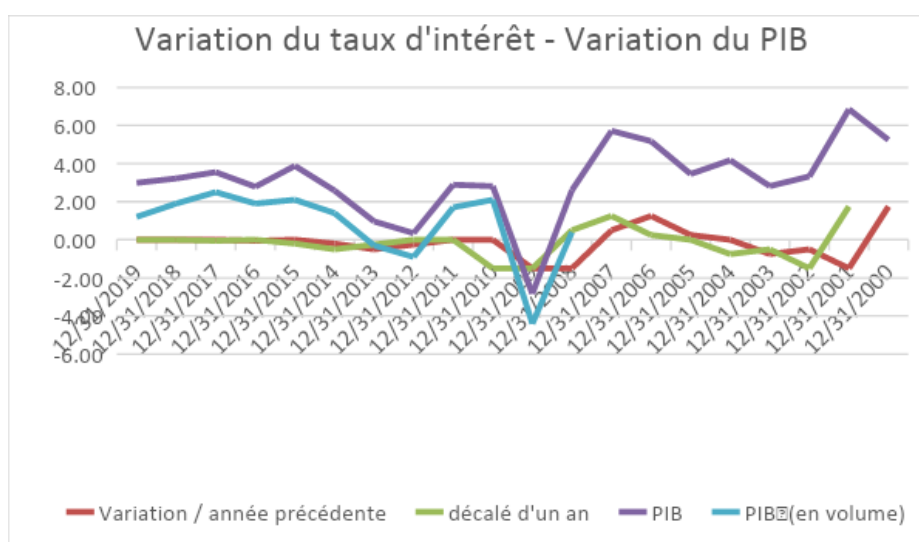
²¹ Pour plus de détails voir : <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/mro.fr.html>

²² Pour l'inventaire de toutes les variations de ce taux voir supra.

Table 6 : Taux d'intérêt et croissance économique

	Appel d'offres au 31/12	Variation / année précédente	Décalé d'un an	PIB	PIB (en volume)
31/12/2019	0,00	0,00	0,00	3,0	1,2
31/12/2018	0,00	0,00	0,00	3,2	1,9
31/12/2017	0,00	0,00	-0,05	3,5	2,5
31/12/2016	0,00	-0,05	0,00	2,8	1,9
31/12/2015	0,05	0,00	-0,20	3,9	2,1
31/12/2014	0,05	-0,20	-0,50	2,6	1,4
31/12/2013	0,25	-0,50	-0,25	1,0	-0,3
31/12/2012	0,75	-0,25	0,00	0,3	-0,9
31/12/2011	1,00	0,00	0,00	2,9	1,7
31/12/2010	1,00	0,00	-1,50	2,8	2,1
31/12/2009	1,00	-1,50	-1,50	-2,8	-4,4
31/12/2008	2,50	-1,50	0,50	2,6	0,4
31/12/2007	4,00	0,50	1,25	5,7	
31/12/2006	3,50	1,25	0,25	5,2	
31/12/2005	2,25	0,25	0,00	3,5	
31/12/2004	2,00	0,00	-0,75	4,2	
31/12/2003	2,00	-0,75	-0,50	2,8	
31/12/2002	2,75	-0,50	-1,50	3,3	
31/12/2001	3,25	-1,50	1,75	6,9	
31/12/2000	4,75	1,75		5,2	
31/12/1999	3,00				
Corrélation avec la variation du PIB		0,44	0,62		

Sources : ECB & Eurostat



5.2. Masse monétaire et croissance économique

La comparaison de l'évolution des masses monétaires avec l'évolution du PIB amène à constater une coévolution des agrégats monétaires et du PIB. L'accroissement des masses monétaires amène un accroissement du PIB. Toutefois, on remarque qu'il existe un différentiel dans la vitesse d'accroissement. Les agrégats monétaires s'accroissent plus rapidement que le PIB

comme le démontre les ratios M0/PIB, M1/PIB et M3/PIB. Il semble que nous soyons face à une courbe de rendement décroissant du pouvoir de la monnaie. L'augmentation du PIB nécessite un accroissement plus rapide de la masse monétaire. Dans un système monétaire où la monnaie est créée par le crédit, l'augmentation plus que proportionnelle de l'endettement par rapport à la croissance économique n'est soutenable que si les taux d'intérêt tendent vers zéro.

Table 7 : Volume monétaire et production

	M0	M1	M3 (M2 inclus)	PIB zone euro	M0/PIB	M1/PIB	M3/PIB
2019	4 691 998	8 944 737	12 999 113	11 906 721	0,39	0,75	1,09
2018	4 669 003	8 278 090	12 371 789	11 561 457	0,40	0,72	1,07
2017	4 471 563	7 750 111	11 867 538	11 200 947	0,40	0,69	1,06
2016	3 662 901	7 158 714	11 389 727	10 817 187	0,34	0,66	1,05
2015	2 781 145	6 614 314	10 850 414	10 524 277	0,26	0,63	1,03
2014	2 150 247	5 944 224	10 334 896	10 131 358	0,21	0,59	1,02
2013	2 285 399	5 384 753	9 835 620	9 876 002	0,23	0,55	1,00
2012	3 018 198	5 102 620	9 787 906	9 781 522	0,31	0,52	1,00
2011	2 735 628	4 803 639	9 497 601	9 747 756	0,28	0,49	0,97
2010	2 004 432	4 709 706	9 294 345	9 474 062	0,21	0,50	0,98
2009	1 904 935	4 500 560	9 346 624	9 215 029	0,21	0,49	1,01
2008	2 043 465	3 992 465	9 401 865	9 483 133	0,22	0,42	0,99
2007	1 511 244	3 838 952	8 650 036	9 242 760	0,16	0,42	0,94
2006	1 150 980	3 696 413	7 756 980	8 743 084	0,13	0,42	0,89
2005	1 038 152	3 422 279	7 087 688	8 312 903	0,12	0,41	0,85
2004	884 233	2 905 953	6 540 370	8 035 550	0,11	0,36	0,81
2003	835 157	2 681 722	6 148 767	7 713 533	0,11	0,35	0,80
2002	832 558	2 442 884	5 767 431	7 502 443	0,11	0,33	0,77
2001	814 662	2 221 922	5 402 883	7 260 938	0,11	0,31	0,74
2000	835 065	2 025 182	4 859 203	6 795 345	0,12	0,30	0,72
1999	803 192	1 925 201	4 667 221	6 456 991	0,12	0,30	0,72

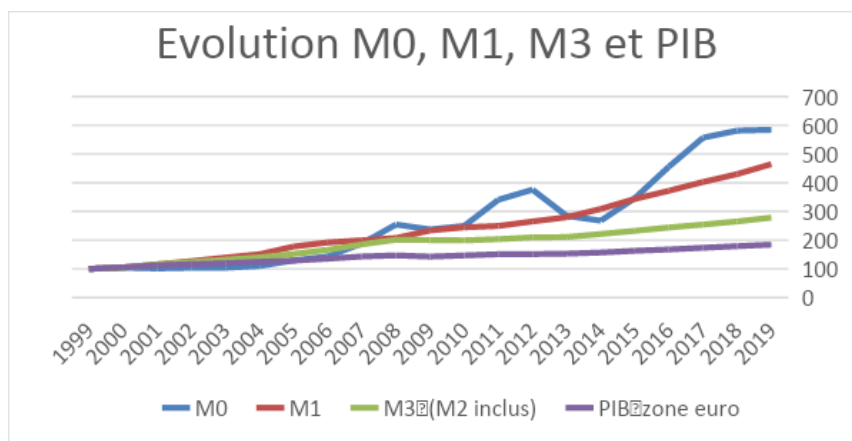
Sources : ECB & Eurostat

Si l'on compare l'évolution des agrégats monétaires et le PIB sur 20 ans (1999 = 100), on constate une évolution plus rapide des agrégats monétaires que l'évolution du PIB. Ils sont en avance sur l'évolution économique. Par conséquent, les niveaux d'endettement sont plus élevés et le rendement de cette masse d'endettement est décroissant dans le temps. Il faut donc de plus en plus d'endettement (de masse monétaire) pour obtenir chaque point de croissance supplémentaire. Corrélativement, il faut maintenir des taux d'intérêt plus bas afin que la charge d'intérêt sur une masse d'endettement grandissante soit supportable par un PIB relativement plus petit. C'est un signal inquiétant.

Table 8 : Evolution du volume monétaire et de la croissance économique

	M0	M1	M3 (M2 inclus)	PIB zone euro
2019	584	465	279	184
2018	581	430	265	179
2017	557	403	254	173
2016	456	372	244	168
2015	346	344	232	163
2014	268	309	221	157
2013	285	280	211	153
2012	376	265	210	151
2011	341	250	203	151
2010	250	245	199	147
2009	237	234	200	143
2008	254	207	201	147
2007	188	199	185	143
2006	143	192	166	135
2005	129	178	152	129
2004	110	151	140	124
2003	104	139	132	119
2002	104	127	124	116
2001	101	115	116	112
2000	104	105	104	105
1999	100	100	100	100
Corrélation avec PIB	0,93	0,97	1,00	

Source : ECB, Eurostat



6. Cours boursiers et variation des taux d'intérêt

Dans l'introduction, nous avons vu qu'une critique généralement cachée concernant l'injection monétaire portait sur la dépréciation des patrimoines monétaires constitués à cause de l'inflation. Il ne s'agit donc pas de défendre la valeur du salaire des ouvriers qui est, de toutes façons, dépensé dans le mois. Nous avons vu que l'inflation²³ n'a pas eu lieu, nous sommes en droit de conclure que le patrimoine monétaire n'a pas été dévalué. Voyons à présent ce qu'il en a été de la valorisation des patrimoines financiers par le biais de l'évolution des cours boursiers.

Nous avons choisi, un peu arbitrairement, de suivre le CAC40 (France), le BEL20 (Belgique) et l'Eurostoxx50 (Union européenne). On constate immédiatement que les différents indices boursiers sont fortement corrélés entre eux – quand l'économie va bien dans un pays d'Europe, elle va bien dans les autres pays. Les cours de bourse ont connu des progressions fulgurantes depuis 2008. Plus de 85% pour le CAC40 (5978/3217), plus de 110% pour le BEL20 (3942/1862) et plus de 57% pour DJ EuroStoxx 50 (3403/2159). Ceci est tout à fait paradoxal dans la mesure où la croissance économique était faible pendant cette même période.

L'explication est sans doute à aller chercher dans les volumineux rachats de titres de dette publique et de dette privée par la Banque centrale via son opération d'assouplissement quantitatif qui a provoqué des injections massives de monnaie centrale. Les organismes financiers détenteurs de ces dettes ont dû rééquilibrer leur portefeuille, acheter de nouvelles obligations et se tourner vers les actions. Ces déplacements massifs de capitaux ont eu pour effet de maintenir la pression à la baisse sur les taux d'intérêt et de maintenir à la hausse la pression sur les cours boursiers. En effet, classiquement, lorsque les taux d'intérêt diminuent, les bourses montent puisque la baisse des taux est censée entraîner la croissance à la hausse et affaiblir l'attrait des produits d'épargne à rendement fixe. La baisse des taux d'intérêt a eu pour effet de revaloriser fortement le patrimoine des actionnaires (et probablement celui des propriétaires immobiliers) alors que dans le même temps les souscripteurs de titres à rendement fixe (obligations, dette publique), généralement les petits épargnants fuyant le risque, voyaient le rendement des titres nouvellement émis baisser dans des proportions inverses. Or, nombre de produits d'épargne-retraite, d'assurance-vie, de fonds de pension des deuxième et troisième piliers, sont investis dans ce type de produits « sûrs ». A terme, cette baisse de rendement risque de priver nombre d'épargnants, généralement issus de la classe moyenne, d'une partie de leur retraite.

Incontestablement, les mesures monétaires « non conventionnelles » prises dans le cadre de l'élargissement quantitatif (voir supra) ont des effets distributifs majeurs. Les patrimoines existants ont été revalorisés au détriment des patrimoines en cours de constitution.

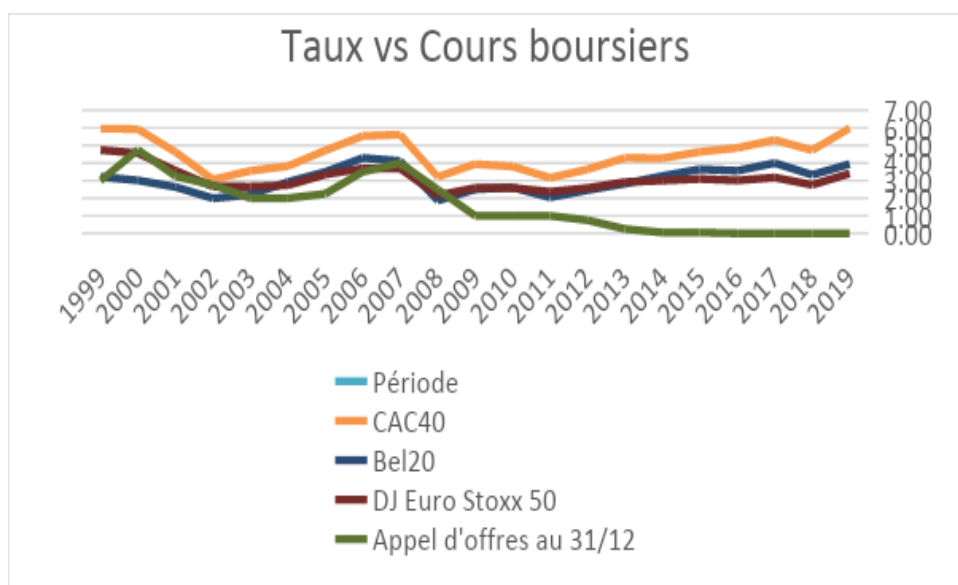
Table 9 : Evolution des indices boursiers

Période	Indices boursiers			Indices boursiers/1000			Taux
	CAC40	Bel20	DJ Euro Stoxx 50	CAC40	Bel20	DJ Euro Stoxx 50	Appel d'offres au 31/12
2019	5978,0	3942,9	3403,0	5,98	3,94	3,40	0,00

²³ Selon la définition de l'Eurosystème – soit 2% par an – ou plus de 100% en un demi-siècle.

2018	4730,6	3327,4	2760,1	4,73	3,33	2,76	0,00
2017	5312,5	4000,1	3177,8	5,31	4,00	3,18	0,00
2016	4862,3	3559,5	3010,6	4,86	3,56	3,01	0,00
2015	4637,0	3647,9	3100,3	4,64	3,65	3,10	0,05
2014	4272,7	3262,8	3004,0	4,27	3,26	3,00	0,05
2013	4295,9	2824,5	2919,4	4,30	2,82	2,92	0,25
2012	3641,0	2457,1	2577,6	3,64	2,46	2,58	0,75
2011	3159,8	2048,3	2369,5	3,16	2,05	2,37	1,00
2010	3804,7	2613,9	2586,5	3,80	2,61	2,59	1,00
2009	3936,3	2502,7	2585,3	3,94	2,50	2,59	1,00
2008	3217,9	1862,8	2159,0	3,22	1,86	2,16	2,50
2007	5614,0	4116,7	3683,8	5,61	4,12	3,68	4,00
2006	5541,7	4290,9	3697,2	5,54	4,29	3,70	3,50
2005	4715,2	3494,2	3349,1	4,72	3,49	3,35	2,25
2004	3821,1	2921,4	2737,7	3,82	2,92	2,74	2,00
2003	3557,8	2196,7	2660,4	3,56	2,20	2,66	2,00
2002	3063,9	1995,4	2663,5	3,06	2,00	2,66	2,75
2001	4624,5	2638,5	3571,3	4,62	2,64	3,57	3,25
2000	5926,4	3013,2	4557,1	5,93	3,01	4,56	4,75
1999	5958,3	3210,5	4742,4	5,96	3,21	4,74	3,00
Corrélation avec CAC40		0,83	0,86				

Sources : Banque de France, Banque nationale de Belgique, ECB



7. Conclusions

L'objection la plus immédiate et la plus récurrente que nous avons rencontrée face à notre proposition de « don monétaire » est que le « *recours à la planche à billets* »²⁴ serait source d'inflation. Y recourir ferait courir des risques d'inflation, d'hyperinflation et, finalement, de destruction de la monnaie comme dans la république de Weimar. Nous avons vu que derrière cet argument s'en cachait un autre éthiquement moins défendable qui, en réalité, vise à privilégier la valeur des patrimoines monétaires existants au détriment des patrimoines en constitution. Ce discours sur l'inflation n'évoque d'ailleurs jamais les réussites enregistrées par l'utilisation intelligente de « *la planche à billets* » comme la résurrection des pays européens après la seconde guerre mondiale ou le prodigieux développement économique des pays asiatiques depuis les années 70 et de la Chine, en particulier, depuis les années 80.

Toutefois, partant de l'idée que ces quelques exemples ne suffiraient pas à convaincre des lecteurs dubitatifs, nous avons analysé les 20 années de politique monétaire de la zone euro.

Nous avons débuté notre analyse par l'évolution des agrégats monétaires pour la période 1999-2019. Ce qui nous a permis de voir que tous les agrégats monétaires étaient corrélés à la hausse. L'augmentation du volume de la monnaie centrale (M0) a été la plus rapide. M0 a été multiplié par 5,84 alors que M3 a été multiplié par 2,79 en 20 ans. M0 représentait 17% de M3 en 1999 et 36% en 2019. Cela traduit bien la politique volontariste de l'Eurosystème qui, avec l'assouplissement quantitatif, a consisté à injecter des volumes supplémentaires de liquidités dans les marchés financiers, via des achats de titres financiers, afin d'assurer la liquidité du secteur bancaire, de prévenir les risques de déflation et de maintenir l'unité de la zone euro face aux attaques spéculatives menées contre la dette publique de certains pays de la zone (Grèce, Italie, Espagne, Portugal essentiellement).

Plus particulièrement, la période 2009-2019, qui a démarré avec la crise financière des subprimes, doit être considérée comme la période d'introduction de la « nouvelle politique monétaire » dont la BCE, elle-même, souligne le caractère innovant en utilisant le vocable « *mesures non-conventionnelles* ». C'est une « politique monétaire résolument active » en opposition à la « politique monétaire passive » traditionnellement appliquée par les Banques centrales.

Alors que la définition institutionnelle de la politique monétaire conçoit la Banque centrale et l'Eurosystème comme un organe de secours – un prêteur de dernier ressort – un organe de régulation qui n'intervient que dans des moments critiques de manque de liquidités, la politique monétaire active – avec l'assouplissement quantitatif²⁵ et mesures de refinancement à long terme du secteur bancaire – a complètement balayé cette conception traditionnelle. Si, traditionnellement, c'est le mécanisme de demande de crédit qui pilote la création monétaire ; aujourd'hui, ce sont principalement les décisions d'assouplissement (et éventuellement de

²⁴ L'expression « planche à billets » fait référence au fait, qu'à l'origine, les billets de banque étaient imprimés par des presses typographiques d'imprimerie qui utilisaient des planches en relief préalablement ancrées et sur lesquelles était pressé le papier à imprimer. Aujourd'hui, cette expression a pris un sens péjoratif sous-entendant que le détenteur de cette planche à billets en abusera nécessairement, tôt ou tard.

²⁵ Également connu sous le nom « Quantitative Easing »

rétrécissement) quantitatif qui dictent la loi. Si l'outil d'intervention classique est le prix de la monnaie – via les taux d'intérêt - dans cette nouvelle politique monétaire active, la voie d'intervention privilégiée de la Banque centrale est la quantité de monnaie en circulation. Elle agit dorénavant sur le volume de monnaie en circulation plutôt que sur son prix et, à ce jour, ces modifications de volume s'opèrent exclusivement par des opérations d'achat/vente de titres, de titres de dette publique principalement. On dit que la dette publique est “monétisée”.

Ainsi, progressivement, la Banque centrale – avec l'Eurosystème - n'est plus restée un acteur de second rang réagissant aux demandes du secteur bancaire mais est devenu l'acteur majeur et proactif de la régulation monétaire et financière. ***De manière progressive et implicite, le modèle monétaire européen a évolué d'un modèle monétaire libéral décentralisé piloté par les taux d'intérêt à un modèle monétaire centralisé piloté par la masse monétaire en circulation.*** C'est d'ailleurs ce qu'a souligné le jugement de Cour constitutionnelle allemande du 5 mai 2020²⁶, jugement dont les conséquences risquent de remettre en question la majeure partie du programme non-conventionnel d'assouplissement quantitatif et de remettre en question l'existence même de la zone euro. En finale, s'inquiétant des potentiels effets négatifs d'un élargissement quantitatif, entre autres sur l'inflation, la Cour constitutionnelle dit simplement « Est-ce que l'augmentation de la quantité de monnaie centrale en circulation était bien légale ? Bien nécessaire ? Bien efficace ? A défaut de me le prouver endéans les trois mois, vous devrez défaire cette politique qui outrepassa votre mandat ! »²⁷

La suite de notre analyse a porté sur l'effet des taux d'intérêt et du volume monétaire en circulation sur l'inflation. Nous avons examiné l'effet de la politique monétaire sur l'inflation en zone euro pendant la période sous revue 1999-2019. Rappelons d'abord que l'objectif d'inflation de l'Eurosystème est proche de 2% en base annuelle. Or, nous avons constaté que pour cette période le taux d'inflation moyen est de 1,7% et de 1,3% pour les dix dernières années – soit un décrochage de 35% par rapport à l'objectif malgré des taux d'intérêt particulièrement bas. En effet, depuis 2009, l'Eurosystème maintient les taux au plancher et les taux d'intérêt réels²⁸ ont été négatifs pendant douze ans sur les vingt dernières années et pendant neuf des dix dernières années. Malgré ce coût négatif de la monnaie centrale (M0) pour les IFM, l'objectif d'inflation n'a pas pu être atteint.

Pendant ces 20 dernières années, l'inflation a été totalement décorrélée de l'évolution de la masse de monnaie centrale (M0). Manifestement, l'idée que l'augmentation de la masse monétaire centrale entraîne ipso facto un accroissement de l'inflation est une idée fausse²⁹ ! D'ailleurs, la corrélation entre M3 et l'inflation n'est pas plus significative. Nous pouvons donc en conclure que ***la quantité de monnaie centrale en circulation ainsi que la variation de cette quantité ne sont pas, à eux seuls, des facteurs déterminants de l'inflation !***

²⁶ Voir <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/EN/2020/bvg20-032.html> voir aussi <https://andrepeters.net/2020/05/07/bombe-monetaire-a-retardement/>

²⁷ Au moment de publier cet article, la Cour constitutionnelle allemande examine les réponses écrites fournies par la Bundesbank (Banque centrale allemande)

²⁸ Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt de l'opération financière duquel on décompte l'inflation pour connaître le rendement réel de l'opération.

²⁹ Lire à ce propos “L'économie hors les lois - Ces 10 lois du marché qui ne fonctionnent plus - Créer massivement de la monnaie nourrit l'inflation”, Alternatives économiques, septembre 2020, p.23

L'argument central de l'opposition au don monétaire n'est donc pas pertinent. D'ailleurs, la littérature économique nous apprend que les causes de l'inflation sont multiples ; inflation par les coûts, comme une flambée des prix à l'importation ; inflation par la demande grâce à une baisse du taux de chômage ; inflation par les marges bénéficiaires grâce à une absence de concurrence ou à un taux élevé d'utilisation des capacités de production ; inflation par l'augmentation des taxes et cotisations sociales, etc. ***La théorie monétariste ; référence théorique officielle de la BCE et de l'Eurosystème ; est ainsi contredite par la réalité de terrain.*** L'inflation n'est pas qu'un phénomène monétaire et l'injection de monnaie, en quantité contrôlée, ne crée pas forcément de l'inflation – du moins mesurée par les indices de prix à la consommation et au moins pendant un certain temps.

Nous aurions pu arrêter notre analyse à ce point mais nous l'avons poursuivie en examinant les effets du prix et de la quantité de monnaie sur la croissance économique. La croissance nominale a été de 2,6% en moyenne ces 10 dernières années alors que la croissance en volume (hors inflation) a été de 1,2% sur la même période alors que le taux de refinancement appliqué aux banques commerciales à court de liquidités - l'arme conventionnelle des banquiers centraux – est pratiquement à zéro depuis 10 ans. L'argent est gratuit et, compte-tenu de la légère inflation, il est même à prix négatif. Or, la théorie économique classique nous indique qu'une baisse de ce taux devrait avoir pour conséquence une baisse du prix de l'argent sur les marchés financiers (baisse des taux d'intérêt) et devrait stimuler les incitations à emprunter pour lancer des nouveaux projets d'investissements (industriels et immobiliers) et stimuler la consommation ainsi que la désépargne. La baisse de ce taux d'intérêt devrait donc stimuler l'activité économique et l'augmentation du PIB. Force nous est de constater que ça n'a pas été le cas. La théorie économique semble, ici également, être battue en brèche par la réalité. Ce qui nous permet de conclure que, ***ni le prix de la monnaie, ni la quantité de monnaie en circulation, ni la variation de ces paramètres ne sont, à eux seuls, des facteurs déterminants de la croissance économique !***

En revanche, ce qui est plus inquiétant, c'est l'analyse de la coévolution des agrégats monétaires et de la croissance économique qui nous a permis de mettre en évidence un phénomène de rendement décroissant des agrégats monétaires par rapport à la croissance économique. Chaque point de croissance « coûte » plus cher en monnaie et donc en endettement. Ainsi le rapport entre les agrégats monétaires et le PIB passe de 0,12 en 1999 à 0,39 en 2019 pour M0 et de 0,72 à 1,09 pour la même période pour M3. Cette augmentation de l'endettement par rapport au PIB peut avoir des conséquences néfastes en cas de remontée des taux d'intérêt. Le maintien d'une politique de taux d'intérêt plancher est la condition « sine qua non » de la soutenabilité économique. A défaut, le ratio intérêts payés/PIB va augmenter, ce qui pourrait mettre les Etats, les entreprises et les particuliers endettés dans des situations dramatiques aboutissant au non-paiement des dettes, à la répudiation pure et simple et à une nouvelle crise financière. En tout état de cause, ***l'instrument du prix de la monnaie ne pourra plus être utilisé dans les prochaines années. Et, de fait, cet outil est abandonné, pour une durée probablement assez longue, par la Banque centrale. La politique monétaire a perdu l'usage du taux d'intérêt, son arme traditionnelle.***

Enfin, compte-tenu du fait que les opposants au don monétaire supposent que l'injection de

monnaie centrale dévalorise leur patrimoine monétaire, nous avons poursuivi notre analyse en examinant la corrélation de la variation de la masse monétaire avec la variation des cours boursiers. Nous avons mis en évidence l'effet inverse de celui attendu ! Les injections monétaires massives provenant de l'assouplissement quantitatif, doublées de la baisse des taux d'intérêt à court et à long terme ont dopé les cours de bourse. Il est assez tentant de penser que les institutions financières ont opéré des rééquilibrages de leur portefeuille consécutivement aux volumineux achats de titres des dettes publiques³⁰ et privées européennes par l'Eurosystème. Des capitaux originellement investis dans ces dettes ont été transférés, moyennant fortes plus-values³¹, vers les marchés boursiers soutenant ainsi les cours à travers la période. On constate que les cours de bourse ont connu des progressions fulgurantes depuis 2008. Plus de 85% pour le CAC40, plus de 110% pour le BEL20 et plus de 57% pour DJ EuroStoxx 50 alors que la croissance économique était relativement faible. En conséquence de quoi, on est fondé à penser que la baisse des taux d'intérêt couplée à l'injection de nouvelles liquidités a eu pour effet de revaloriser fortement le patrimoine des actionnaires alors que dans le même temps les souscripteurs de nouveaux titres à rendement fixe (obligations, dette publique) ; généralement les petits épargnants fuyant le risque ; ne se voyaient offrir que de faibles rendements. On a donc assisté à une consolidation vers le haut des grands patrimoines et vers le bas pour les petits patrimoines.

Incontestablement, les mesures monétaires « non conventionnelles » ont eu des effets distributifs majeurs. Les patrimoines existants ont été revalorisés au détriment des patrimoines en cours de constitution. Ce qui doit nous amener à reposer la question de l'indépendance de la politique monétaire par rapport aux autres politiques économiques. En effet, comment justifier l'apolitisme et l'indépendance de la politique monétaire dès lors qu'elle a des effets distributifs aussi massifs ?

Partant de ces conclusions, peut-on dire que nous sommes confrontés à un échec de la politique monétaire de la Banque centrale ? Une politique monétaire incapable d'atteindre son objectif d'inflation ? Une politique monétaire incapable d'atteindre un objectif de croissance économique ? Une politique monétaire qui a détruit ses propres outils ? Une politique monétaire qui favorise les grands patrimoines au détriment des petits patrimoines ? Sans même parler des difficultés toujours plus grandes pour la jeunesse d'acquérir un nouveau patrimoine ? Alors que de l'autre côté, on dira que la zone euro n'a pas éclaté dans les turbulences malgré ses défauts structurels, on indiquera également que la zone n'est pas tombée en déflation et on soulignera que l'activité économique y a été maintenue malgré des contextes budgétaires récessifs.

Évaluer les résultats de la politique monétaire est une pure question d'appréciation politique, certains verront la bouteille à moitié pleine, d'autre à moitié vide mais personne ne la verra toute pleine ou toute vide.

En définitive, ne peut-on pas simplement admettre que les résultats sont conformes à

³⁰ Il s'agit d'environ 22% de la dette publique en circulation en avril 2020.

³¹ Compte-tenu des achats d'obligations de la part de l'Eurosystème, le prix des obligations antérieurement émises a augmenté et le rendement des nouvelles obligations a diminué. Les anciens détenteurs d'obligations ont donc arithmétiquement enregistré des plus-values alors que les nouveaux souscripteurs ont été confrontés à des taux d'intérêt plus faibles pour leur nouvelle épargne.

l'architecture institutionnelle qui a été donnée à la zone euro ? L'eurozone est une zone monétaire à intégration faible³² qui vit sur un système monétaire à monnaie endogène dont le déterminant principal est la demande de monnaie des agents économiques. Or, s'il n'y a pas de projets neufs ou si le contexte n'est pas favorable à de tels projets, la Banque centrale a beau modifier les paramètres de sa politique monétaire, il n'y a pas de demande de monnaie et donc pas de redémarrage économique, ni de redémarrage de l'inflation. La politique monétaire conçue comme un instrument de recours ne fonctionne effectivement que comme instrument de recours et on ne peut pas lui demander de réussir une mission pour laquelle elle n'est pas conçue même si elle tente d'échapper à son mandat trop restrictif en prenant des mesures « non-conventionnelles ». Les actions monétaires de la Banque centrale doivent légalement³³ et statutairement s'opérer via des acteurs intermédiaires : les IFM et les marchés financiers. Or, ceux-ci ont leur logique d'action propre et un objectif principal : la rentabilité financière. Ils peuvent, à leur choix, relayer ou non les actions de la Banque centrale mais toujours, ils le feront sur base de leur propre grille d'analyse et sur base de leurs propres intérêts. Par conséquent, l'action de la Banque centrale est pénalisée par son architecture institutionnelle et son mode d'action indirect, elle doit toujours passer par un intermédiaire. On peut donc en conclure que **par conception, l'architecture monétaire contemporaine, bancaire à deux niveaux émettant exclusivement de la monnaie temporaire, est incapable de poursuivre des buts différents de ceux déterminés par le corps intermédiaire composé des institutions financières et monétaires exclusivement motivées par le profit financier. L'action de la Banque centrale leur est assujettie par le biais d'une approbation implicite. Dès lors, que la sphère financière domine la sphère monétaire, les faiblesses de la politique monétaire sont largement dues à la structure institutionnelle inadéquate de notre système monétaire.**

Cette structure institutionnelle est inadéquate non seulement par sa dépendance vis-à-vis des IFM mais également parce que ses objectifs ne sont pas focalisés sur les intérêts collectifs et le bien commun. Avoir comme seul objectif une cible d'inflation proche de 2% - soit une dévaluation monétaire de près de 40% en vingt ans et de 100% en cinquante ans - alors que par ailleurs on parle de stabilité des prix relève ; au mieux, du paradoxe ; au pire, de la schizophrénie ; et, dans tous les cas, de l'aveuglement.

De même, à l'heure où l'humanité doit affronter les plus grands défis de son histoire, à savoir préserver ses conditions d'existence en luttant contre les bouleversements climatiques et l'effondrement du vivant, comment comprendre que la politique monétaire ne puisse pas se mettre au service de l'action collective ? Parce que des statuts, des règles légales l'empêchent ?

³² La politique monétaire est la seule politique réellement intégrée de l'Union européenne alors que la commission coordonne les politiques économiques et budgétaires nationales, que les autres politiques comme les politiques sociale et environnementale sont largement laissées à l'appréciation des Etats membres, sans parler des politiques étrangères et de défense largement tributaires des positionnements américains. Par ailleurs, la solidarité entre les Etats membres ne s'exprime qu'à travers du minuscule budget de l'union européenne.

³³ Pour rappel, l'article 123 du TFUE interdit à l'Eurosystème, à la BCE et aux BCN de financer les autorités publiques. « Article 123. Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées "banques centrales nationales", d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. »

Comment comprendre que la politique monétaire soit structurellement incapable de contribuer au financement de projets, d'actions ou d'activités dont la rentabilité financière est inférieure aux attentes du secteur financier mais dont l'utilité sociale est reconnue ? C'est pour répondre à ces faiblesses que nous proposons d'instaurer le don monétaire comme outil monétaire complémentaire et de modifier le cadre législatif encadrant la politique monétaire.

8. Proposition : le don monétaire pour compléter le système monétaire

Ayant pu répondre aux objections faites au don monétaire, notamment à la crainte de l'inflation, ayant pu poursuivre dans l'analyse en démontrant que l'architecture monétaire bancaire à deux niveaux telle qu'elle existe à l'heure actuelle est incapable de poursuivre des buts différents de ceux déterminés par le corps intermédiaire des institutions financières et monétaires parce que l'action de la Banque centrale lui est assujéti. Concluant, dès lors, que les faiblesses de la politique monétaire sont largement dues à la structure institutionnelle inadéquate de notre système monétaire, nous pouvons à présent examiner une solution nouvelle. Il s'agit du don monétaire.

8.1. Cadre analytique de la création et de la destruction monétaire

A travers le temps et l'espace, à travers les différentes civilisations, l'organisation des échanges a connu des formes diverses et variées. Elles ont abouti à des configurations monétaires différentes qui répondaient à des problématiques spécifiques à chaque civilisation à l'endroit et au moment où elle se développait. Ainsi, le système monétaire de l'Empire romain était différent de celui de l'Egypte antique, lui-même très différent du système du potlatch amérindien³⁴, lui-même éloigné de notre système monétaire actuel. Chaque civilisation a répondu à la problématique de l'échange entre les membres de la communauté par des solutions propres. Par ce fait, chaque système monétaire a une configuration propre porteuse d'une intentionnalité propre, fût-ce implicite et inconsciente, qui oriente les comportements des membres de la communauté. Le système monétaire n'a pas de règles naturelles comme la loi de la gravitation ou les lois de la thermodynamique, le système monétaire n'est pas donné à la civilisation : il est inventé, modifié, adapté ou abandonné selon qu'il donne ou non le résultat escompté. Par conséquent, il n'est pas neutre sur la vie de la communauté comme le prétendent les économistes classiques. Et, nous, aujourd'hui, nous avons le droit d'en modifier les règles pour l'adapter aux besoins actuels de notre société. Ce n'est pas une question de spécialiste, ce n'est pas une question d'économiste, c'est une question de choix politique, une question de démocratie.

Le système monétaire actuel est issu des conceptions qui ont progressivement émergé à partir du XVIIIème siècle, il est de conception marchande et mercantiliste, adapté à son contexte, adapté à la croissance économique, consubstantiel au libéralisme économique et au capitalisme. S'il prévoit une fonction assurantielle par la fonction de prêteur en dernier ressort qui lui permet d'absorber des crises de liquidité du secteur bancaire, il est relativement inadapté au financement de projets, collectifs ou individuels, qui ne sont pas rentables financièrement tels que les investissements pour contrer les effets des bouleversements climatiques, la restauration urgente de la biodiversité ou le sauvetage d'activités sinistrées par la pandémie Covid-19.

C'est précisément parce que nous le percevons comme inadapté aux circonstances actuelles que nous proposons de le réformer en instaurant le don monétaire complémentirement aux règles actuelles. Mais, avant d'entrer dans la proposition, nous voulons donner aux lecteurs les clés

³⁴ Voir : [https://fr.wikipedia.org/wiki/Potlatch_\(anthropologie\)](https://fr.wikipedia.org/wiki/Potlatch_(anthropologie))

d'analyse³⁵ qui lui permettront de juger de la pertinence de cette proposition.

La première dimension de l'analyse consiste à identifier le mode de mise en circulation et de retrait de la circulation de la monnaie par l'organisme chargé de créer et détruire la monnaie³⁶.

On en connaît trois :

- Le prêt et le remboursement du prêt : la création de la monnaie et sa mise en circulation se fait par prêt à un emprunteur à charge pour ce dernier de rembourser la monnaie empruntée, ce qui se traduit par le retrait de cette monnaie de la circulation monétaire et sa destruction.
- L'achat et la vente : la création de la monnaie et sa mise en circulation se fait par l'achat de biens et services contre la monnaie nouvellement émise. Inversement, la vente de biens et services par l'organisme émetteur de la monnaie se traduit par un retour de la monnaie en son sein et donc à son retrait de la circulation monétaire et sa destruction.
- Le don et le contre-don : La création de la monnaie et sa mise en circulation se fait par le don de celle-ci à un bénéficiaire. Inversement, le retrait de la circulation monétaire se fait par contre-don, action par laquelle le bénéficiaire (ou toute autre personne) rend la monnaie initialement reçue qui est ensuite détruite par l'émetteur.

On remarquera que le processus prêt/remboursement de la monnaie implique qu'elle ait une durée de vie limitée, c'est de la monnaie temporaire alors que les processus achat/vente et don/contre-don engendrent de la monnaie à durée de vie non limitée, c'est de la monnaie permanente³⁷. La monnaie temporaire est un flux monétaire à durée limitée alors que la monnaie permanente est un stock monétaire permanent. Les agrégats monétaires photographient l'état de ce flux et de ce stock à des moments fixés.

La deuxième dimension de l'analyse consiste à identifier le bénéficiaire initial de la mise en circulation de la monnaie, celui qui perçoit la monnaie dès après sa création. Ce bénéficiaire initial reçoit le privilège d'affectation initiale de la monnaie, il la dépense pour l'objectif qu'il souhaite atteindre.

On en distingue trois types d'acteurs différents :

- Les autorités publiques : Ce sont les organismes publics comme l'Etat ou les régions.
- Les Institutions financières et monétaires (IFM) : ce sont essentiellement les institutions de crédit c'est-à-dire les banques commerciales.
- Les autres agents économiques : ce sont les entreprises non financières, les entreprises financières non monétaires, les particuliers et les ASBL.

³⁵ Le lecteur intéressé par l'évaluation comparée des systèmes monétaires se référera à notre livre « De la dictature financière à la démocratie monétaire » paru chez L'Harmattan dans lequel une approche systématique de la comparaison des systèmes monétaires a été développée.

³⁶ Il s'agit chez nous de la Banque centrale mais il pourrait également s'agir d'un Institut d'émission monétaire ou de tout autre organe chargé de créer la monnaie et de la mettre en circulation pour la communauté.

³⁷ Voir annexe 1 sur les caractéristiques des monnaies temporaires et permanentes.

Ces trois types d'acteurs poursuivent des objectifs différents. On peut imaginer que l'Etat poursuit des objectifs collectifs plus ou moins bienveillants pour sa population³⁸, on imagine que les IFM poursuivent des buts de profit alors que les autres agents poursuivent des buts personnels.

Chaque mode de mise en circulation de la monnaie combiné à un type de bénéficiaire va imprimer une marque particulière, une intentionnalité, une philosophie morale au système monétaire. Il est absolument certain que la mise en circulation de la monnaie par l'Etat par le biais d'emprunts auprès de la Banque centrale pour réaliser des travaux publics donnera un résultat très différent de la mise en circulation de la monnaie par le biais de dons monétaires directement accordés aux citoyens.

La combinaison des trois modes de mise en circulation et des trois types de bénéficiaires donne neuf situations monétaires typiques qui sont reprises dans le tableau ci-dessous qui indique, par un code couleur, si elles sont ou non pratiquées par l'Eurosystème.

Table 10 : Modes d'injection et retrait monétaires par type de bénéficiaire

	Prêt/Remboursement	Achat/Vente	Don et contre-don	Objectifs
Autorité publique	1.	2.	3.	Collectifs
IFM	4.	5.	6.	Profits privés
Autre agents	7.	8.	9.	Personnels
Type monnaie	Temporaire	Permanente	Permanente	

Légende

Opération interdite
Opération autorisée dans le cadre de la politique monétaire
Opération autorisée de manière accessoire
Opération ni interdite, ni autorisée - mise en pratique
Opération ni interdite, ni autorisée - non pratiquée

1. Prêt à l'Etat par la Banque centrale : Ce type d'opération est strictement interdit à l'heure actuelle. Elles ont été autorisées jusqu'au début des années septante. La théorie monétaire moderne³⁹ et la théorie de la monnaie souveraine⁴⁰ affirment que l'Etat devrait avoir le monopole de la création monétaire en l'interdisant aux banques commerciales.
2. Achat/vente d'actifs par la Banque centrale aux autorités publiques : ce sont des opérations autorisées mais plutôt rares. La banque centrale pourrait, par exemple, acheter des bâtiments, des métaux précieux ou des devises détenus par les autorités publiques.

³⁸ Mais ne perdons jamais de vue que certains Etats ont des comportements de voyous à l'égard de leur population.

³⁹ Voir L. Randall Wray, « Modern Money Theory », palgrave macmilan 2015 pour la deuxième édition, 306 pages

⁴⁰ Voir J. Huber, « Sovereign money beyond reserve banking », palgrave macmilan, 2017 pour la traduction anglaise

3. Don de monnaie aux autorités publiques : ce type d'opérations n'est pas formellement interdit, ni formellement autorisé, mais n'a jamais lieu. C'est un "impensable" de la politique monétaire et c'est précisément la proposition que nous faisons dans cette note.
4. Prêt/remboursement entre les IFM et la Banque centrale : C'est le moyen habituel et privilégié de création monétaire dans notre modèle monétaire bancaire à deux niveaux
5. Achat/vente d'actifs détenus par les IFM : Les échanges d'actifs entre la Banque centrale et les IFM est le lot quotidien de la politique monétaire, notamment avec les contrats de prises en pension⁴¹. Avec les mesures non-conventionnelles, l'élargissement quantitatif, la valeur des titres achetés aux IFM par l'Eurosystème constitue à présent le poste bilantaire le plus important de l'Eurosystème.
6. Subvention monétaire aux IFM : Théoriquement, le don (ou subvention) aux IFM n'est ni autorisé, ni interdit – cependant la Banque centrale accorde des prêts à taux négatif aux IFM. Ce taux négatif peut être considéré comme une forme de subvention de la Banque centrale aux IFM et donc être considéré comme une forme de don, fût-il assorti de conditions pour en faire un don conditionnel.
7. Prêt aux autres agents par la Banque centrale : Ce type d'opérations n'existe pas – elles sont formellement interdites.
8. Achat/vente à d'autres agents : Théoriquement, ce type d'opérations est accessoire dans les activités de la Banque centrale et il ne devrait concerner que les opérations de gestion « normale » - achat de biens et services divers – frais de personnel, etc. Toutefois, avec l'élargissement quantitatif, de nombreux fonds de pension, des entreprises d'assurances, etc. ont vendu des titres à l'Eurosystème.
9. Don et contre-don à d'autres agents : Ce type d'opérations n'est pas formellement interdit ni formellement autorisé mais n'a jamais lieu. Le don monétaire aux particuliers est proposé par des théories monétaires comme l'hélicoptère monétaire ou la théorie relative de la monnaie⁴² qui prévoit le versement d'un dividende universel à chaque citoyen.

Seules les opérations avec les autorités publiques, soit sous forme de prêts associés à des remboursements, soit sous forme de dons, éventuellement compensés par des contre-dons sont de nature à mettre la politique monétaire au service de l'action collective et permettraient de financer aisément les investissements collectifs. Par exemple ceux visant à combattre les dérèglements climatiques.

Désirant focaliser notre attention sur la politique monétaire et sur la résolution des grands défis

⁴¹ Prise en pension (sale & repurchase agreement – repo). Il s'agit de deux transactions en sens inverses et décalées dans le temps - une cession d'actif au comptant suivie d'un rachat du même actif au terme de l'opération. Cette opération est utilisée pour le refinancement d'actifs financiers négociables (obligations de dette publique, certificats de dépôt, actions, etc.) à un taux d'intérêt négocié entre les deux parties contractantes, le prêteur des titres et le prêteur du numéraire.

⁴² Pour plus d'informations sur cette théorie monétaire contemporaine, voir <https://trm.creationmonetaire.info/>

actuels de l'humanité et des Etats qui nécessitent la mise en oeuvre de solutions structurelles, nous ne nous penchons pas ici sur d'autres propositions alternatives qui présentent, elles aussi, beaucoup d'intérêt. Par exemple, nous ne parlerons pas ici de :

- La proposition de monnaie hélicoptère⁴³ qui vise à accorder des dons monétaires aux particuliers ou encore la mesure de dividende universel qui a pour objet d'accorder à chaque citoyen un faible montant mensuel fixe peuvent être perçues comme des mesures de soutien de la population.
- La proposition de dividende universel qui peut être vue comme une mesure de distribution équitable, a priori⁴⁴, de l'augmentation du volume monétaire nécessaire pour assumer les charges d'intérêt et l'augmentation des prix générés par un système monétaire basé sur le profit.
- Des propositions de monnaies complémentaires dans lesquelles l'émetteur de la monnaie n'est pas une Banque centrale ou un Institut d'émission. On pense aux systèmes monétaires basé sur le crédit mutuel entre entreprises tel que le Wir en Suisse, aux systèmes monétaires fonctionnant dans certaines communautés comme Le Libra de la communauté Facebook, ou encore aux nombreuses monnaies locales.

8.2. Financement des autorités publiques par prêts ou dons

A partir du moment où l'on s'accorde à dire que l'institution monétaire est en droit de financer les autorités publiques, il reste à décider du moyen à utiliser, soit le prêt avec remboursement, soit le don monétaire.

Si, a priori, le choix entre ces deux modes de financement semble aisé, il n'en est rien en réalité. En effet, le prêt engendre la création de monnaie temporaire alors que le don engendre la création de monnaie permanente⁴⁵. Compte-tenu du caractère structurel de la monnaie permanente, on utilisera le don monétaire plutôt pour des opérations ponctuelles dont les conséquences seront pérennes dans le temps, c'est-à-dire les investissements publics. On pense en particulier aux investissements publics indispensables à la transition écologique mais également aux investissements dans les bâtiments publics et les infrastructures dont la durée de vie est longue. Le don monétaire peut également être utilisés pour des opérations exceptionnelles, comme l'octroi d'une aide ponctuelle à l'économie pour surmonter les conséquences désastreuses d'un événement soudain et imprévisible comme une catastrophe naturelle ou une épidémie comme celle du Covid-19⁴⁶.

Inversement, compte-tenu du caractère conjoncturel de la monnaie temporaire et pour éviter les

⁴³ Lire à ce propos Nicola Franka, "La monnaie hélicoptère : baguette magique ou conte pour enfant ?", Financité, décembre 2019, https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/helicopter_money_-_nf.pdf

⁴⁴ En ce sens, cette mesure distributrice préalable au cycle économique permet d'éviter une partie des mesures redistributrices postérieures à ce cycle. Les conditions d'une certaine équité citoyenne sont établies en amont du jeu économique plutôt que rétablies en aval de celui-ci.

⁴⁵ Voir annexe 1 pour les définitions, les avantages et inconvénients de ces deux types de monnaie

⁴⁶ On remarquera que l'Eurosystème et la BCE ont lancé un tel programme d'aide exceptionnel dans le cadre de la pandémie, il s'agit du programme PEPP qui vise à élargir le volume monétaire en circulation en achetant des titres financiers en circulation. Ce programme s'approche du concept du don monétaire mais ne l'atteint pas dans la mesure où les titres achetés sont susceptibles d'être revendus. L'opération de monétisation de la dette n'est donc pas définitive ni irréversible. Ce qui laisse peser une épée de Damoclès sur les finances publiques des Etats de la zone euro.

excès de création monétaire, on utilisera la technique du prêt pour financer un déficit des opérations courantes du budget de l'Etat.

Ensuite, ayant choisi l'emprunt pour financer le déficit courant, on comparera les vertus du recours à un prêt provenant de banques commerciales par rapport à celles d'un prêt provenant de la Banque centrale. Vu qu'a priori, dans nos pays démocratiques, on doit considérer que le déficit de l'Etat a été consenti dans l'intérêt du plus grand nombre, on peut considérer que le déficit courant devrait être couvert par des emprunts auprès de la Banque centrale à taux zéro, par exemple. En effet, il n'y a aucune raison financière ou morale à considérer qu'un prêt par une banque commerciale ait une quelconque supériorité par rapport à un prêt provenant du secteur public. Bien au contraire, on peut considérer que les intérêts payés au secteur bancaire et aux épargnants, pour des prêts accordés dans l'intérêt du bien commun constitue une forme de taxe du secteur bancaire sur le secteur public et donc une taxe du secteur privé sur le secteur public ou un prélèvement privé sur un bien commun. Ce qui est moralement discutable et, généralement, économiquement infondé.

8.3. De la monnaie temporaire à la monnaie permanente

Ainsi, par ajouts successifs, à la vitesse des investissements publics et des opérations exceptionnelles, la monnaie permanente est mise en circulation par les dons de la Banque centrale. Le volume de cette monnaie structurelle gratuite augmente progressivement et constitue une source de revenus et d'épargne pour les agents économiques. Ce volume monétaire stable est déposé dans le secteur bancaire qui y trouve une source de financement stable assurant ainsi structurellement sa liquidité et sa solvabilité, probablement au détriment de sa rentabilité financière pure. En effet, disposant de plus de monnaie centrale, il doit moins recourir aux effets de levier, il est moins rentable mais court moins de risques. La proportion de monnaie centrale augmentant, on doit s'attendre à avoir une économie plus stable, moins chahutée par les effets conjoncturels des variations du volume de monnaie temporaire dus aux anticipations futures, bonnes ou mauvaises, des agents économiques.

On voit ici que le processus d'introduction de la monnaie permanente par les dons est un processus lent, progressif et donc sécurisant. En tant que tel, ce processus ne peut pas être la source d'une inflation incontrôlée puisque, par définition, le don correspond à une production d'investissement. On répond ainsi préventivement à la critique sur le risque d'inflation que ferait recourir cette technique de financement. Le processus d'introduction tel que décrit ci-devant est lent et sécurisant. Il ne peut pas être source d'inflation puisque à la monnaie permanente injectée répond une production d'investissements. Mais, il est certain qu'on aimerait accélérer les choses plutôt que de suivre la lenteur du processus. On peut le faire en prenant les mesures suivantes à très court terme :

- Convertir la dette publique des pays de la zone euro détenue par l'Eurosystème en don pur et simple⁴⁷. L'Eurosystème détient pour environ 2.189 milliards €⁴⁸ de dette publique

⁴⁷ Éventuellement, pour des raisons comptables, ce don pourrait être qualifié de « dette perpétuelle à taux zéro », une dette qui ne coûterait plus rien et qui ne devrait pas être remboursée.

⁴⁸ Voir annexe 2 : Bilan de l'Eurosystème – poste 7.1. de l'actif « Titres détenus à des fins de politique monétaire » pour 2.632 milliards d'euros dont la valeur des titres du secteur public est mentionnée dans le rapport mensuel de la

des pays de la zone € sur un total de 10.022 milliards, soit environ 22% de la dette publique des Etats de la zone. Cette dette serait purement et simplement annulée transformant ainsi le montant de **2.189 milliards € en monnaie permanente**. Pour la Belgique, il s'agirait d'annuler environ 105 milliards € de dette publique. Le gain ne serait pas tellement financier puisque les intérêts que les Etats versent sur cette dette à l'Eurosystème sont ristournés, totalement ou partiellement⁴⁹, aux actionnaires des Banques centrales, c'est-à-dire les Etats de la zone eux-mêmes. Le gain serait une salubre simplification financière, 22% de la dette publique disparaîtrait immédiatement sans aucune conséquence particulière puisque personne ne serait lésé et qu'il n'y aurait aucune conséquence économique dommageable puisque la monnaie qui a été créée par la BCE pour acheter ces titres sur les marchés financiers circule depuis longtemps. Enfin, la pression mise sur les Etats pour se désendetter diminuerait d'autant et une partie de la justification d'éventuelles politiques d'austérité disparaîtrait.

- Adopter au niveau européen un vaste plan d'investissements pour répondre aux défis actuels de la crise économique, de la transition écologique et énergétique et de la restauration de la biodiversité. Financer ce plan intégralement à l'aide du don monétaire. Le cas échéant, ce plan pourrait être financé en allégeant le plan de refinancement à long terme (TLTRO) dont bénéficie le secteur bancaire actuellement. Ce plan est essentiellement composé de repo sur des titres de dette publique. Par conséquent, au fur et à mesure que se dénoueront les opérations de refinancement du secteur bancaire, l'Eurosystème pourrait choisir de donner le même montant aux Etats membres à la condition que le don soit consacré à la réalisation du plan d'investissement. Le don serait alors un **don conditionnel**. Ce TLTRO s'élève actuellement à **997 milliards €**⁵⁰.

8.4. Les limites au volume de monnaie permanente

La question se pose alors de savoir jusqu'où on peut aller dans la création de monnaie permanente et dans le rapport entre monnaie permanente et monnaie temporaire. Enfin, il faut savoir ne pas aller trop loin ou trop vite pour éviter les éventuels dérapages inflationnistes tant redoutés (tout dépend du volume monétaire envisagé et de la vitesse de l'injection) et surtout faire en sorte que le système bancaire garde la souplesse nécessaire pour adapter son volume monétaire aux circonstances conjoncturelles.

Sans prendre de risques, avec une approche extrêmement prudente, on peut affirmer que la conversion de la monnaie centrale (M0) actuellement en circulation (**4.692 milliards €**) ne pose pas de problèmes puisque cette monnaie centrale circule déjà aujourd'hui sous le statut de monnaie temporaire. Les montants de 2.189 et 997 milliards € dont on a parlé ci-dessus sont inclus dans ce montant.

BCE sous le lien <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> Au moment de rédiger cet article, le PSPP – le programme d'achat d'actifs du secteur public – s'élève à 2.189 milliards d'euros.

⁴⁹ Certaines Banques centrales nationales font de la rétention sur ces intérêts en les mettant en réserve. Elles améliorent ainsi facialement leur solvabilité, ce qui est inutile puisque même avec des fonds propres négatifs une Banque centrale peut continuer à fonctionner. On peut donc s'interroger sur la motivation profonde des Banques centrales qui font une telle rétention.

⁵⁰ Voir annexe 2 : Bilan de l'Eurosystème – poste 5.2 de l'actif « Opérations de refinancement à plus long terme » pour 616 milliards portés à 997 milliards au moment de rédiger cet article.

Période	Agrégats monétaires (en millions euros)			
	M0	M1	M2 (M1 inclus)	M3 (M2 inclus)
2019-12	4 691 998	8 944 737	12 379 059	12 999 113
M0/Mx (%)	100,0%	52,5%	37,9%	36,1%

Si l'on veut pouvoir bénéficier des pleins effets de la mesure sans prendre de risques, on peut se fixer un objectif de remplacement de deux-tiers de M1 par de la monnaie centrale permanente. Vu que l'on peut difficilement imaginer une baisse conjoncturelle de plus de 30% ; ce qui correspondrait à une catastrophe sans nom ; un volume de monnaie conjoncturelle égal à environ 30% de la masse monétaire en circulation semble parfaitement adapté, voire même un peu surévalué. L'objectif serait alors d'atteindre une base monétaire en monnaie centrale permanente de 5.900 milliards € en circulation soit 1.200 milliards de plus que le total du bilan actuel de l'Eurosystème, ce qui laisserait un volume de 3.044 milliards (8944 – 5900 = 3044) de monnaie privée liquide créée par les banques commerciales. Compte-tenu des 2.189 milliards € de dette publique qui seraient déjà convertis en don à la suite de la proposition antérieure, il resterait alors à l'Eurosystème à convertir progressivement 3.711 milliards € en monnaie permanente (5900 – 2189) qui pourront être injectés sous forme de don monétaire aux autorités publiques pour des investissements ou pour des opérations exceptionnelles. Ces 3.711 milliards € viendront gonfler la masse des dépôts et feront diminuer la création monétaire par crédit bancaire d'un montant similaire.

Dans cette proposition, il n'y a pas de création monétaire nette, il y a un changement de nature de la monnaie en circulation, 5900 milliards passeraient progressivement du statut de monnaie-dette au statut de monnaie permanente, du statut de monnaie privée payante au statut de monnaie publique gratuite par le biais des autorités publiques qui ne pourraient l'utiliser que pour réaliser des dépenses réalisées dans l'intérêt commun.

Avec ces propositions, le poids des intérêts versés au secteur financier sur la dette publique diminue radicalement. Si on considère un taux d'intérêt de 1%, la proposition de conversion de 2189 milliards € ferait économiser 21,9 milliards € par an et la totalité de la proposition permettrait d'économiser 59 milliards par an d'argent public pour réaliser des projets qui sans ce financement n'auraient qu'une faible probabilité d'être réalisés. Ensuite, cette monnaie circulant dans la société sous forme de capital libre plutôt que de dette à l'égard du secteur financier, elle permettrait au secteur privé d'également épargner des intérêts à payer. Toutefois, comme dit plus haut, une politique monétaire menée sur le volume de monnaie gratuite en circulation libère les taux d'intérêt. Ils ne sont plus nécessaires pour mener la politique monétaire. Par conséquent, le secteur bancaire retrouvera des marges de liberté et nul doute qu'il adaptera ses taux d'intérêt débiteur et créateur aux conditions du marché afin d'équilibrer l'épargne nouvelle et les dettes tout en essayant de sauvegarder ses marges bénéficiaires. Par conséquent, tant le secteur public que le secteur bancaire regagneraient des espaces de liberté.

En résumé, nous proposons une action de conversion progressive de 66% de la masse monétaire (M1) en circulation en monnaie permanente via une conversion de dettes publiques détenues par l'Eurosystème à concurrence de 2189 milliards et un arrêt progressif des actions de

refinancement à long terme des banques⁵¹ avec conversion des sommes dégagées en don monétaire conditionnel au secteur public. **La proposition de don monétaire aboutit à mettre en place un système monétaire mixte composé de monnaie permanente et de monnaie temporaire. Ce système monétaire mixte permet de trouver un juste équilibre entre la sphère financière défendant l'intérêt privé et la sphère monétaire défendant l'intérêt public et le bien commun.**

8.5. Instruments de gestion du volume de monnaie permanente

Enfin, afin de pouvoir rattraper les éventuels excès⁵² de monnaie permanente, la Banque centrale doit pouvoir disposer d'instruments de gestion permettant de réduire le volume de monnaie permanente.

Ces instruments existent déjà pour partie. Le premier instrument est celui des réserves obligatoires des banques commerciales auprès de la Banque centrale⁵³. Cette dernière est en droit d'exiger le dépôt de réserves de sécurité en son sein pour garantir la liquidité et la solvabilité des banques. Dans un contexte où le volume monétaire en circulation serait en grande partie de la monnaie permanente, cette mesure perd son intérêt puisque l'une des conséquences structurelles de la réforme est précisément d'augmenter la liquidité et la solvabilité bancaire.

Un deuxième instrument qui n'est jamais utilisé à l'heure actuelle est l'émission de certificats de dette portant intérêt par la Banque centrale⁵⁴. Afin de retirer des liquidités du marché financier, la Banque centrale a la possibilité d'emprunter sur le marché financier en payant un certain intérêt. Cet instrument permet de supprimer assez facilement les excès de liquidités. Puisqu'il n'y a pas emprunteur plus solvable que la Banque centrale, pour peu que le taux d'intérêt de cet emprunt soit compétitif avec celui des banques commerciales, compte-tenu de la sécurité de la Banque centrale, on imagine mal les épargnants se désintéresser d'un tel produit. Bien sûr, on pourrait imaginer que la Banque centrale développe d'autres instruments financiers du même type, par exemple des emprunts dont la durée serait plus longue ou des emprunts avec un taux d'intérêt calqué sur le taux d'inflation. Dans ce dernier cas, on aurait là un outil financier garantissant absolument le capital investi. De même, on peut imaginer que la Banque centrale octroie son don monétaire aux autorités publiques sous forme de certificats de dette portant intérêt et convertible en monnaie à un terme défini. Cet outil a été utilisé à plusieurs reprises au cours de l'histoire monétaire, notamment pendant les années trente en Allemagne avec les bons MEFO⁵⁵.

Un troisième instrument, probablement utopique, mais sait-on jamais, est l'appel de la Banque

⁵¹ Dont on se rappelle qu'elles sont souvent octroyées à des taux inférieurs à zéro, ce qui constitue un don ou une subvention au secteur bancaire.

⁵² On pourrait imaginer qu'en cas de récession économique, le volume monétaire en circulation soit considéré comme trop élevé.

⁵³ Cfr Art 19 du protocole N°4 sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne

⁵⁴ Voir annexe 2 - Bilan de l'Eurosystème – poste 4. du passif « Certificats de dette émis ». Décrits dans l'orientation (UE) 2015/510 (BCE/2014/60), ce sont des certificats de dette émis par la Banque centrale d'une durée inférieure à un an portant intérêts émis dans un but de retrait de liquidités.

⁵⁵ Les bons MEFO étaient des obligations émises par l'entreprise Metallurgische Forschungsgesellschaft portant intérêt et bénéficiant de la garantie de la Reichbank (Banque centrale allemande). Du fait de ces caractéristiques de rendement et de sécurité, ces obligations étaient fort appréciées et étaient utilisées comme moyen de paiement entre les entreprises allemandes. Cette forme de monnaie complémentaire a permis à l'Allemagne de financer une grande partie de son effort de guerre sans souffrir d'inflation.

centrale au contre-don. Après cet appel, les autorités publiques, en bonne santé financière, freineraient leurs dépenses et rembourseraient de leur plein gré une partie des sommes reçues préalablement de la banque centrale.

Enfin, rien n'empêche de faire preuve d'imagination et d'inventer des instruments de financement mixte mêlant des caractéristiques de la monnaie temporaire avec des caractéristiques de la monnaie permanente comme, par exemple, des prêts de la Banque centrale de longue durée à taux zéro amortissables avec un remboursement différé.

8.6. Encadrement légal du don et du contre-don monétaire

La capacité du don et contre-don monétaire européen devrait être attribuée à une coordination institutionnelle européenne spécifique mêlant la Banque centrale européenne, la Commission européenne, Le Conseil européen et surtout, le Parlement européen. Cette coordination aurait le droit de décider les dons monétaires sur base de propositions d'investissements des exécutifs des pays membres ou sur base d'une décision visant à résoudre une situation de crise majeure. Cette instance de coordination serait dirigée par un Représentant du Parlement européen.

Le droit de don est un droit limité de création monétaire contrôlé démocratiquement, fléché vers des projets précis, validé en commun et justifié socialement sur base de critères objectifs reposant sur les indicateurs européens de développement durable comme la pauvreté, la santé, l'éducation, l'égalité entre sexes, la qualité des eaux, les inégalités, l'énergie, l'économie, l'emploi, l'inflation, la culture, le climat, la biodiversité, etc.

La Banque centrale européenne est chargée d'exécuter les décisions de dons et ses statuts doivent être adaptés en conséquence⁵⁶. En conséquence de quoi, il faut considérer que la mission et l'indépendance de la BCE doivent être reconsidérés.

⁵⁶ En particulier les articles 18 et 20 du protocole N°4 sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque centrale européenne portant sur les opérations d'open market et sur les autres instruments de contrôle monétaire et l'article 13 de l'orientation (UE) 2015/510 (BCE/2014/60).

Annexes

Annexe 1 : Monnaie permanente et monnaie temporaire

La monnaie permanente

La monnaie permanente ou monnaie exogène est tout moyen de paiement admis par une société, qui existe en dehors du fonctionnement économique de cette société. L'or est le plus parfait exemple de monnaie permanente, il est accepté comme moyen de paiement, il ne se crée pas, il ne se détruit pas, il est donc permanent. Les seuls moyens de faire varier le volume d'or en circulation est de découvrir de nouveaux filons ou d'en importer en exportant des marchandises⁵⁷ ou de faire la guerre pour s'emparer de l'or détenu par l'ennemi. Ce moyen de paiement est totalement exogène par rapport à l'économie. A l'heure actuelle, il ne circule plus aucune monnaie permanente mais, techniquement, la monnaie scripturale autorise sans aucune difficulté le retour de ce type de monnaie⁵⁸. Dans ce cas, la monnaie permanente serait créée et mise en circulation par une institution publique par le biais de ses achats ou via un don et le moteur de la création/destruction monétaire serait une décision unilatérale de l'autorité monétaire de créer un volume de monnaie centrale/légale qui ne doit pas être remboursé.

La monnaie permanente est un stock monétaire qui circule au sein de la société et dont le volume varie relativement peu, stock de monnaie qui est créé par des événements extra-économiques qui déterminent le volume monétaire en circulation. Dès sa mise en circulation, la monnaie permanente est une monnaie gratuite, elle n'est la propriété de personne, c'est une monnaie libre. Elle circule de façon permanente, ce qui en fait un moyen de paiement particulièrement adapté. Le caractère permanent de la monnaie et son volume stable, non-sujet à des brusques variations de volume en fonction des octrois et des remboursements de crédits lui donne une caractéristique structurelle intéressante.

Plus le rapport entre volume de monnaie permanente et volume de monnaie temporaire est important, plus la politique monétaire peut se libérer des taux d'intérêt comme instrument de politique monétaire et outil d'équilibrage entre l'épargne et l'investissement. A la limite, l'instrument du taux d'intérêt perd tout intérêt pour la Banque centrale⁵⁹. En effet, dans un contexte économique où la masse monétaire en circulation serait essentiellement composée de monnaie permanente, la politique monétaire consisterait essentiellement à régler le volume de monnaie en circulation⁶⁰. Les taux d'intérêt ne présentent plus aucun ... intérêt pour la politique monétaire puisque, par définition, la monnaie permanente est gratuite.

⁵⁷ C'est la réflexion de base de la théorie mercantiliste, l'une des bases de l'école d'économie classique.

⁵⁸ D'ailleurs le bitcoin se présente comme une monnaie permanente dont le volume d'émission est limité par conception. Dans ce cas, il s'agit d'une monnaie permanente d'origine privée et donc destinée à des profits privés via l'attribution à 100% du droit de seigneurage au primo-émetteur privé.

⁵⁹ On remarquera que c'est précisément le cas dans la présente période d'élargissement quantitatif pendant laquelle les taux d'intérêt ont perdu toute fonction.

⁶⁰ Voir plus loin les instruments de gestion du volume de monnaie permanente en circulation

La monnaie temporaire

La monnaie temporaire ou monnaie endogène recouvre les moyens de paiement qui sont créés par le processus du crédit bancaire. Indépendamment du fait que cette banque soit publique ou privée, centrale ou commerciale, le crédit bancaire consiste pour une banque à mettre des moyens de paiement à disposition de l'emprunteur et à honorer les paiements que cet emprunteur effectue. Le moteur de la création/destruction monétaire est la demande/remboursement de crédits engendrée par l'activité et les perspectives économiques. Ce sont les anticipations futures qui commandent la création/destruction monétaire.

De manière concrète, lors d'un emprunt, la banque inscrit au crédit du compte de l'emprunteur le montant emprunté (elle « crée » la monnaie). Puis, au fur et à mesure des paiements de l'emprunteur, elle débite son compte, elle détruit la monnaie. Lors du remboursement final du crédit, la banque supprime totalement l'inscription au crédit de l'emprunteur (la monnaie est totalement détruite). C'est ce processus de création/destruction comptable des moyens de paiement scripturaux qui permet de parler de monnaie-dette ou encore de monnaie temporaire.

Cette variabilité du volume de monnaie en circulation fait que la monnaie temporaire devrait être perçue comme une monnaie dont le volume varie en fonction des besoins, c'est-à-dire une monnaie conjoncturelle. La monnaie temporaire est une monnaie captive dans la mesure où elle appartient toujours à son émetteur auquel le bénéficiaire initial du crédit doit verser des intérêts. Dès lors qu'elle est émise par une banque commerciale privée, cette monnaie est une monnaie commerciale privée.

Les banques ne reconnaissent, ni n'acceptent la monnaie des autres banques. Aussi, pour régler les paiements entre elles, elles recourent à des processus de compensation mutuelle qui font, qu'en définitive, elles n'ont besoin que d'une infime quantité de monnaie légale par rapport aux montants échangés. C'est précisément cette combinaison de monnaies captives et d'une monnaie légale⁶¹ qui justifie l'architecture monétaire à deux niveaux composés de la Banque centrale à un niveau et des banques commerciales au deuxième niveau.

A l'heure actuelle, 100% des moyens de paiement en circulation sont émis par un processus de crédit, soit un crédit de banque commerciale (64% du volume monétaire) ou un crédit de Banque centrale (36% du volume monétaire). L'instrument de politique monétaire privilégié de la monnaie temporaire est le taux d'intérêt par lequel la Banque centrale fixe le prix de la monnaie et tente de donner des signaux, des impulsions aux institutions de crédit afin qu'elles augmentent ou diminuent le volume de crédits en cours (et donc le volume monétaire) et aux épargnants afin qu'ils augmentent ou diminuent leur épargne.

⁶¹ La monnaie légale est en fait la monnaie captive de l'Etat.

Annexe 2 : Situation financière consolidée de l'eurosystème au 31 décembre 2019

Actif

(en millions d'euros)

	31 décembre 2019	31 décembre 2018
1 Avoirs et créances en or	470 742	389 765
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	349 657	334 369
2.1 Créances sur le FMI	80 524	76 943
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	269 132	257 426
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	22 074	20 499
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	17 491	21 276
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	17 491	21 276
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCEII	0	0
5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	624 232	734 381
5.1 Opérations principales de refinancement	7 904	9 573
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	616 188	723 837
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	140	971
5.6 Appels de marge versés	0	0
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	18 816	17 637
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	2 847 140	2 899 300
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	2 632 057	2 651 281
7.2 Autres titres	215 083	248 018
8 Créances en euros sur des administrations publiques	23 380	23 947
9 Autres actifs	299 670	261 559
Total de l'actif	4 673 202	4 702 733

Passif

(en millions d'euros)

	31 décembre 2019	31 décembre 2018
1 Billets en circulation	1 292 742	1 231 134
2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	1 813 377	1 853 802
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	1 537 667	1 230 153
2.2 Facilité de dépôt	275 710	623 531
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	0	118
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	9 869	19 759
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	311 768	338 668
5.1 Administrations publiques	178 894	216 040
5.2 Autres engagements	132 874	122 629
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	321 429	459 332
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	7 934	4 331
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	7 408	11 016
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	7 408	11 016
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	57 371	56 510
10 Autres engagements	277 456	247 138
11 Comptes de réévaluation	466 640	376 082
12 Capital et réserves	107 205	104 960
Total du passif	4 673 202	4 702 733

Annexe 3 : Agrégats monétaires (situation au 31 décembre 2019)

1 Monetary developments in the euro area: December 2019 (EUR billions and annual percentage changes; data adjusted for seasonal effects ^{a)})

	End-of-month level	Monthly flow			Annual growth rate		
	Dec 2019	Oct 2019	Nov 2019	Dec 2019	Oct 2019	Nov 2019	Dec 2019
COMPONENTS OF M3							
1. M3	13003	62	39	6	5.6	5.6	5.0
1.1. M2	12380	63	35	13	6.1	5.9	5.7
1.1.1. M1	8944	75	48	15	8.4	8.3	8.0
Currency in circulation	1220	5	7	3	4.8	5.0	4.8
Overnight deposits	7724	70	41	12	9.0	8.9	8.5
1.1.2. Other short-term deposits (M2 - M1)	3436	-12	-13	-2	0.5	0.3	0.2
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1071	-14	-14	-8	-4.3	-4.7	-5.2
Deposits redeemable at notice of up to three months	2365	2	1	6	2.9	2.7	2.8
1.2. Marketable instruments (M3 - M2)	623	-1	4	-7	-2.0	-1.1	-7.2
Repurchase agreements	79	5	-6	5	10.1	-1.1	5.4
Money market fund shares	534	-16	13	2	1.6	4.4	0.5
Debt securities issued with a maturity of up to two years	10	10	-3	-15	-46.1	-49.7	-82.6
COUNTERPARTS OF M3							
MFI liabilities:							
2. Holdings against central government ^{b)}	350	-7	-11	-19	-2.9	-4.4	-7.5
3. Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents	7058	-12	19	-7	1.4	1.7	1.5
3.1. Deposits with an agreed maturity of over two years	1941	3	1	-9	0.0	0.2	-0.4
3.2. Deposits redeemable at notice of over three months	51	-2	-1	-1	-3.6	-4.7	-7.5
3.3. Debt securities issued with a maturity of over two years	2155	-22	5	2	1.0	1.2	1.3
3.4. Capital and reserves	2910	9	15	1	2.9	3.2	3.1
MFI assets:							
4. Credit to euro area residents	18517	16	24	45	2.0	2.0	2.0
4.1. Credit to general government	4654	-18	-9	22	-1.4	-1.4	-1.8
Loans	985	2	-1	-17	-0.1	-0.3	-2.3
Debt securities	3657	-20	-9	39	-1.7	-1.7	-1.7
Equity ^{c)}	12	0	0	0	1.8	-3.7	3.1
4.2. Credit to the private sector ^{d)}	13864	33	34	23	3.2	3.2	3.4
Loans ^{e)}	11450	37	16	24	3.3	3.2	3.4
Adjusted loans ^{f)}	11836	36	22	46	3.7	3.6	3.7
Debt securities	1561	-9	9	-8	2.1	2.9	2.1
Equity and non-money market fund investment fund shares	853	5	9	6	3.4	4.2	5.7
5. Net external assets	1485	23	24	-18	-	-	-
6. Other counterparts of M3 (residual)	409	3	-1	-47	-	-	-
of which:							
6.1. Repos with central counterparties (liabilities) ^{c)}	179	37	-10	-33	36.4	11.1	-1.5
6.2. Reverse repos to central counterparties (assets) ^{c)}	187	38	-11	-38	38.9	12.8	-1.7

a) Figures may not add up due to rounding. The information in this table is based on consolidated balance sheet statistics reported by monetary financial institutions (MFIs).

These include the Eurosystem, credit institutions and money market funds located in the euro area.

Monthly flows refer to differences in levels adjusted for reclassifications, exchange rate variations, other revaluations and any other changes which do not arise from transactions.

M3 comprises liabilities of MFIs and specific units of central government (post offices, treasury) vis-à-vis non-MFI euro area residents excluding central government.

b) Includes holdings of the central government of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

c) The series is not adjusted for seasonal effects.

d) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

e) For further breakdowns see Table 4.

f) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Bibliographie

- Michel Aglietta, « *La monnaie entre dette et souveraineté* », Odile Jacob, 2016, 457p.
- A. Beitone et C. Rodrigues, « *Economie monétaire* », collection Théories et politiques, Armand Colin, 2017, 350p.
- Herman E. Daly, « *Economie stationnaire* », Institut Veblen pour les réformes économiques, 2004 pour la version originale, 2018 pour la traduction française, 437 p.
- Philippe Derudder et André-Jacques Holbecq, « *Une monnaie nationale complémentaire – Pour relever les défis humains et écologiques* », Editions Yves Michel, 2010, 173 p.
- P. Dietsch, F. Claveau, C. Fontan, « *les banques centrales servent-elles nos intérêts ?* », Raisons d’agir, 2019, 127p.
- Irving Fischer, « *100% monnaie, changer de système monétaire pour sauver le capitalisme* », Omnia veritas, 1935 pour la version originale.
- Gabriel Galand et Alain Grandjean, « *La monnaie dévoilée* », L’Harmattan, Coll. Logiques économiques, 1996, 310 p.
- Gaël Giraud, « *Illusion financière* », Les éditions de l’atelier, troisième édition, 2012, 254 p.
- David Graeber, « *Dette 5000 ans d’histoire* », Les liens qui libèrent, 2013, 622 p.
- Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne, « *Une monnaie écologique* » Odile Jacob, 2020, 285p.
- André Grjebine, « *La dette publique et comment s’en débarrasser* », Presses Universitaires de France, Paris, 2015, 148 p.
- Joseph Huber, « *Sovereign money – Beyond reserve banking* », Palgrave macmillan, 2017, 206 p.
- Bernard Lietaer, « *Au cœur de la monnaie, Systèmes monétaires, inconscient collectif, archétypes et tabous* », Editions Yves Michel, seconde édition, 2012, 474 p.
- Frédéric Lordon, « *La malfaçon, Monnaie européenne et souveraineté démocratique* », Editions Les liens qui libèrent, mars 2014, 287p.
- Hyman P. Minsky, « *Stabiliser une économie instable* », Institut Veblen pour les réformes économiques, 2008 pour la version originale, 2015 pour la traduction française, 735 p.
- Frederic Mishkin, « *Monnaie, banque et marchés financiers* », 9^e édition, Pearson Education, 2010, 924p.
- André Orléan et Michel Aglietta, « *La monnaie : entre violence et confiance* », Odile jacob, 2002, 378 p.
- Charles Rist, « *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu’à nos jours* », Ed. originale 1951, Editions Dalloz, 2002, 540p.
- R. Solow (Sous la direction de), « *Les banques centrales sont-elles légitimes ?* », Albin Michel, 2008, 309p.
- Christian Tutin, « *Les grands textes de la pensée monétaire* », Champs classiques, 2014, 554 p.

L. Randall Wray, « *Modern money theory* », 2nd edition, Palgrave macmillan, 2015, 306 p.

Du même auteur

André Peters, « *De la dictature financière à la démocratie monétaire* », L'Harmattan, Questions contemporaines, 2016, 191 p.

Blog : www.andrepeters.net