

De la création monétaire et des décisions arrêtées lors du sommet européen des 8-9 décembre 2011

Jean-Marie Harribey

9 décembre 2011

Version 2

La crise du capitalisme mondial se décline en Europe sous une forme qui ne laisse pas de surprendre le citoyen, tellement le discours ambiant la pare de qualificatifs trompeurs : crise grecque, crise des dettes publiques, crise de l'euro, et dernièrement crise de gouvernance européenne. Beaucoup de questions que tous (non-économistes comme économistes) se posent portent sur la création monétaire dont on pressent qu'elle est sous-jacente aux rapports de force qui s'expriment pour résoudre la crise.

I- Préliminaires

Il y a quelques principes monétaires qui peuvent être énoncés en préalable. Le premier des cinq présentés ci-dessous est facile à comprendre, les quatre autres sont plus complexes.

1. On ne peut pas dire si un nouveau crédit constitue de la création de monnaie à *un instant t*, et ce quel que soit le dispensateur de ce crédit, banque ordinaire ou banque centrale. On ne peut se prononcer qu'*au vu d'une période*, au bout de laquelle on calcule le solde des nouveaux crédits et des remboursements effectués pendant cette période.

2. Un crédit bancaire peut être accordé à un agent économique sur épargne préalablement déposée par un autre agent : par exemple, je demande à mon banquier d'acheter pour moi des obligations publiques qui constituent un crédit à l'État ; dans ce cas-là, il n'y a pas création de monnaie nouvelle puisque la liquidité dont je ne dispose plus est entre les mains de l'État.

Mais la banque pratique le crédit bien au-delà des dépôts et c'est ici qu'intervient le processus de création monétaire (toujours sous forme scripturale par les banques¹), lorsque des liquidités qui ne circulaient pas jusqu'alors sont injectées. Ainsi, bien que d'un point de vue comptable on ne puisse savoir dans l'instant s'il y a eu création véritable, dès qu'un nouveau crédit est accordé par le système bancaire à un agent économique, il *fonctionne pour l'agent concerné comme une création de monnaie nette*, même si dans le même temps il y a eu ailleurs dans le circuit un remboursement d'un montant équivalent.

Pourquoi les banques qui font des crédits (lesquels engendrent de nouveaux dépôts et non l'inverse) cherchent cependant à capter le maximum de dépôts, autrement dit à quoi leur servent ces dépôts puisque ce ne sont pas ces sommes qu'elles prêtent ? Je vais faire une analogie qui vaut ce que valent les analogies, c'est-à-dire une approximation pour débloquent le processus de compréhension : le trapéziste a un filet dont il ne se sert pas pour voltiger, puisqu'il ne le touche jamais ; il ne se sert que de filins, de cordes et de barres, mais le filet est là qui ne sert à rien sauf si... Pour les banques, ces dépôts ne sont pas reprêtés mais ils sont là

¹ À remarquer que si je demande quelques billets à la suite du crédit en monnaie scripturale que la banque m'a accordé, celle-ci détruit la monnaie scripturale correspondant à ces billets. La banque voit son engagement vis-à-vis de moi diminuer, d'où la diminution de son passif, mais elle contracte une dette auprès de la banque centrale en se procurant des billets : ou bien son compte à la banque centrale est débité ou bien elle lui cède des titres.

pour exprimer, par leur masse, la couverture de la banque en termes de liquidités au milieu de la concurrence. On peut dire que ces dépôts « autorisent » une politique abondante de crédits, sans pour autant que ce soit eux qui soient prêtés.

3. Au niveau macroéconomique, l'accumulation du capital et, de manière générale, tout développement économique, exigent obligatoirement une création monétaire qui anticipe le surplus social qui sera produit. En dernier ressort, c'est la banque centrale qui boucle le circuit économique², soit en refinançant les banques ordinaires qui ont nécessairement besoin d'une monnaie dite centrale au-dessus de leurs propres activités, soit en convertissant des devises, soit en contrepartie de l'intervention de l'État. Ce dernier point (avances à l'État) est particulièrement important dans une situation de récession, d'où le message keynésien pour que l'État pallie la carence du secteur privé. La nécessaire création monétaire pour assurer le bouclage du circuit économique est le point théorique qui permet de relier trois grands théoriciens du capitalisme : le système bancaire complet (banque centrale et banques) avance au système productif la monnaie nécessaire pour impulser la dynamique d'accumulation, dans laquelle les profits (contrepartie monétaire du surtravail volé aux travailleurs, Marx) vont se fixer à hauteur des dépenses d'investissement net (Keynes et Kalecki).³

4. L'anticipation de la production d'un surplus que représente le crédit suppose trois conditions pour être validée :

- La monnaie possède une légitimation politique qui fait d'elle une institution sociale. Ce n'est pas un hasard si l'euro, qui n'a jamais reçu de véritable légitimation démocratique, est en crise.
- La banque centrale contrôle suffisamment la pratique bancaire pour que celle-ci soit orientée vers des activités utiles et non vers la spéculation. Ce n'est pas non plus un hasard si, l'essentiel de la création monétaire dans la zone euro pendant la décennie 2000 étant allée vers les circuits purement financiers, la crise est aujourd'hui aussi profonde.
- L'anticipation de l'activité future par la monnaie nouvelle doit être suivie d'un travail productif dont le résultat sera vendu sur le marché ou accepté par la collectivité s'il s'agit de services non marchands. Ce n'est pas un hasard si la mise au chômage de 10 % ou plus de la population active, la précarité et la baisse relative des salaires dans la valeur ajoutée ont fini par créer une crise monumentale.

Aucune de ces trois conditions n'a été convenablement remplie dans la période du capitalisme néolibéral.

5. Au bout d'une période, lorsqu'on peut repérer la quantité de monnaie qui s'est ajoutée à celle déjà existante, et que le cycle économique (anticipation, investissement, production, revenus en salaires et profits distribués, consommation et épargne) est achevé, le bouclage de l'ensemble de l'économie vérifie que l'épargne non thésaurisée des ménages s'est portée au niveau de l'investissement net (principe keynésien, alors que tous les théoriciens libéraux affirment que c'est l'épargne préalable qui finance l'investissement net).

Ce cinquième principe permet la liaison avec ceux qui précèdent. Le bouclage du circuit économique avec surplus (soit capitaliste, soit collectif ou les deux) exige que des revenus

² Les notions de circuit économique et de cycle économique sont ici employées dans les sens voisins de temps de rotation du capital (temps de réalisation du capital constant investi) ou de temps qui permet à une unité monétaire nouvelle de se transformer en supplément d'épargne.

³ Voir P. Combemale, J.J. Quilès, *L'économie par le circuit : Comprendre la macroéconomie*, Paris, Nathan, 1990 ; et L. Cordonnier, *L'économie des Toambapiks, Une fable qui n'a rien d'une fiction*, Paris, Raisons d'agir, 2010.

monétaires puissent se trouver en face de la partie de la production correspondant à la différence entre la valeur de la production à la fin du cycle et les avances de début de cycle. L'injection de monnaie privée suffit-elle ? Cela pourrait suffire si le système bancaire n'était composé que d'une seule banque. Ce n'est pas le cas. Dès lors, la compensation entre banques exigeant une monnaie publique, l'injection du flux privé nécessite elle-même l'injection d'un flux de monnaie de banque centrale qui ne peut être émise qu'en contrepartie d'une avance à l'État, d'une avance à l'étranger ou d'un refinancement des banques ordinaires. Dira-t-on que la création monétaire s'effectue *ex post*, après avoir constaté l'impossibilité de boucler le circuit sans elle ? Non, d'un point de vue logique, elle s'effectue *ex ante*, parce que, sans elle, le processus d'une « économie monétaire de production » (Keynes) ou de l'« accumulation du capital » (Marx) dans son ensemble ne serait pas inauguré.

Il apparaît alors que la monnaie est ambivalente puisqu'elle est instrument d'accumulation privée mais qu'elle peut aussi, lorsqu'elle est sous contrôle démocratique, être instrument du lien social puisque, par son intermédiaire, une part de la richesse peut être socialisée (santé publique, éducation, retraites).⁴

II- L'impasse de la gestion capitaliste en Europe

Ces préliminaires étant posés, peuvent-ils éclairer ce qui s'est passé ces temps derniers au sein de l'Union européenne ?

1. Examinons le lancement de l'emprunt par l'État allemand de 6 milliards d'euros le 23 novembre 2011. Un peu plus de la moitié, 3,89 milliards ont été immédiatement souscrits par les banques et opérateurs privés. Le reste des bons émis par le Trésor n'a pas trouvé d'acheteurs. Que sont-ils devenus ? Ils ont été pris par la Bundesbank. Achetés ? Non, mis en réserve quelque part dans un tiroir, ils n'ont donc pas donné véritablement lieu à création de monnaie par la Bundesbank (si on entend par création l'ajout de liquidités circulant) qui est ainsi restée fidèle à son orthodoxie. Ils seront éventuellement plus tard mis en vente, vraisemblablement alors achetés par les banques et autres institutions financières.

Quand les banques achètent des bons d'État, créent-elles de la monnaie ? C'est probable mais on ne peut l'affirmer à l'instant *t* (1^{er} principe ci-dessus), on ne pourra le dire qu'après observation d'une période.

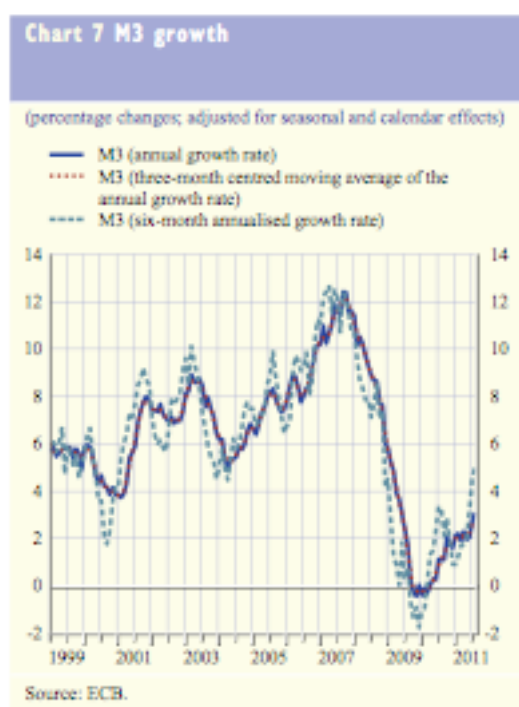
2. Depuis mai 2010, la BCE a racheté 207 milliards d'euros (dernier chiffre connu) de titres publics sur le marché secondaire. Elle a donc « refinancé » les banques ordinaires qui entendaient se défausser de titres douteux ou bien simplement retrouver de la liquidité dite « centrale ». Au passage, cette monnaie centrale est sous forme essentiellement scripturale (la monnaie dite fiduciaire sous forme de billets et pièces étant résiduelle). On peut donc conclure que la BCE a fourni en liquidités les banques et dégrippé le marché interbancaire pour éviter un blocage général du crédit. La BCE en abaissant son taux directeur (de 1,25 % à 1 % le 8 décembre 2011) a agi dans le même sens. Mais les choses peuvent se compliquer.

Quand les banques revendent à la banque centrale des titres et qu'elles reçoivent de la monnaie centrale, est-ce que ce « refinancement » est une création monétaire ? Pour répondre, il faut décomposer le mouvement qui a eu lieu. *Primo*, les banques détenaient des titres,

⁴ De nombreuses expériences sont aujourd'hui en cours pour mettre en place des monnaies dites locales ou solidaires. Les principes exprimés dans ces préliminaires peuvent leur être appliqués : création de monnaie sous forme de crédit, anticipation d'une activité utile, développement économique répondant à des besoins, nécessité de maîtrise démocratique, etc. Seule différence : par son ancrage aux dimensions réduites, une monnaie locale peut difficilement servir à construire un système socialisé de protection sociale et de services publics.

contre lesquels elles avaient injecté auparavant de la monnaie, et qu'elles transfèrent à la banque centrale, en échange desquels elles obtiennent de nouvelles liquidités. Qu'en font-elles ? C'est le *deuzio*. Si elles entament un nouveau processus de prêts à l'économie parce que leur base monétaire (c'est-à-dire en monnaie centrale) s'est accrue, ce nouveau flux de prêts sera de la création monétaire de leur part car elles ne prêtent pas leur base, de la même façon qu'elles ne prêtent pas les dépôts à vue de leurs clients. Ici et là, on a affaire au phénomène du *multiplicateur monétaire* qui mesure le rapport entre la masse de crédits et la base monétaire. Mais les informations dont nous disposons aujourd'hui montrent que les banques stérilisent la plus grosse partie de cette base supplémentaire devant l'incertitude environnante, en termes de possibilités de dynamisme économique. Selon les déclarations de Mario Draghi lui-même « les banques empruntent pour redéposer l'argent tout de suite après » : en une semaine la BCE a prêté 270 milliards aux banques de la zone euro qui ont dans le même temps déposé au jour le jour 313,763 milliards à la BCE.⁵

On est loin du processus de création monétaire extravagant qui existait avant la crise et qui a précipité celle-ci (voir le graphique ci-dessous).



Source : European Central Bank, *Monthly Bulletin*, novembre 2011, p. 15, <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201111en.pdf>.

Autrement dit, la base monétaire en monnaie centrale peut bien augmenter, dans la situation actuelle, les banques ordinaires répercutent peu ou pas du tout cet accroissement par une politique de prêts. On assiste même une contagion gagnant de nombreuses banques qui tentent de se désengager de certaines activités ou de se séparer de certains compartiments pour ne pas avoir à redimensionner leurs fonds propres. C'est le cas notamment de BNP Paribas, Santander, HSBC, Barclays, Morgan Stanley qui se désengagent en Russie⁶, et

⁵ Propos et chiffres cités par M. Orange, « La BCE vole au secours des banques », *Médiapart*, 8 décembre 2011.

⁶ *La Tribune*, 19 septembre 2011, <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/banque/20110919trib000650271/bnp-paribas-reduit-la-voilure-en-russie.html>.

de la Société générale qui se retire d'Europe centrale après avoir été consacrée « meilleure banque » dans les PECO en 2010. Ainsi, en réduisant leurs engagements par rapport à leurs fonds propres, les banques pourront satisfaire plus facilement aux nouvelles règles de Bâle III en termes de ratios, sans qu'il soit nécessaire qu'elles se recapitalisent.

Alors que les banques ordinaires ont toujours besoin de se refinancer en monnaie de centrale, une banque centrale n'a pas ce besoin puisque c'est elle qui détient le monopole de l'émission de la monnaie ultime. Une exception cependant : une banque centrale a elle-même besoin de se refinancer en devises étrangères pour faire face aux besoins extérieurs de son économie, notamment si le commerce extérieur est déficitaire. La seule banque centrale qui n'est pas astreinte à cette obligation est celle dont la monnaie sert de monnaie internationale. Au début de ce mois de décembre 2011, les six principales banques centrales du monde (FED américaine, BCE, Angleterre, Canada, Japon et Suisse) ont abondé le marché interbancaire en dollars.

Finalement, lorsque la banque centrale refinance les banques qui n'utilisent pas ou peu cet apport de base monétaire centrale, le multiplicateur monétaire est faible, voire inférieur à 1, et lorsque le commerce extérieur est déficitaire et que la banque centrale doit céder aux banques des devises extérieures contre des euros pour que les clients de celles-ci payent leurs achats à l'étranger, la masse monétaire se rétracte. On comprend alors combien sont importantes les dépenses publiques, au prix d'un déficit budgétaire, pour réamorcer la pompe de l'activité. On peut même dire que, dans une telle situation, le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale ne peut s'exercer qu'en direction de l'État en « monétisant » son déficit, avec d'autant plus d'efficacité que, dans ce cas, la monnaie n'est pas gelée mais est immédiatement réinjectée.

3. Quid du Pacte de stabilité et du Pacte budgétaire qui lui est désormais accolé ?

Le Fonds européen de stabilisation financière (FESF) qui se transformera en Mécanisme européen de stabilité (MES) en juin 2012 sera piloté par la BCE. À l'origine, ce FESF a été conçu pour éviter d'avoir à demander à la BCE de financer directement les déficits publics. On n'a pas non plus accordé au FESF le statut de banque qui aurait pu se refinancer auprès de la BCE. Le FESF est donc tenu de lever des fonds sur les marchés financiers pour porter secours aux États en difficulté et garantir leur solvabilité. Tout cela confirme que l'une des raisons principales qui ont poussé naguère à interdire aux États d'avoir recours à la banque centrale était de favoriser la création et le développement sans limites d'un marché des obligations publiques. Dans une situation où parallèlement est organisée la défiscalisation des classes riches, faire courir la dette ne peut que perpétuer la génération d'intérêts usuraires.

La déclaration des chefs d'État ou de gouvernement du 9 décembre 2011 stipule qu'il ne sera plus demandé aux banques d'endosser le moindre défaut partiel des dettes publiques : « Nous réaffirmons clairement le caractère unique et exceptionnel des décisions prises le 21 juillet et les 26 et 27 octobre concernant la Grèce. » Comme il n'est pas certain que ce dispositif suffise à « rassurer les marchés », puisque tel est devenu le nouvel impératif catégorique capitaliste, les États adhérant au nouveau Pacte budgétaire vont doter le FMI de 200 milliards d'euros supplémentaires pour permettre à celui-ci de « porter secours » et imposer ses plans d'austérité aux États dans la peine. Comme il est douteux que les États lèvent autant d'impôts supplémentaires à la fois, ils emprunteront eux-mêmes ces sommes sur les marchés. Le monde est bien fait !

À l'orthodoxie monétaire renforcée s'ajoute désormais une contrainte budgétaire accrue :

- inscription de la règle d'or « au niveau constitutionnel ou équivalent » ; le déficit structurel⁷ annuel doit être inférieur à 0,5 % du PIB ;
- sanctions financières prononcées par la Cour de justice européenne si les critères de Maastricht ne sont pas respectés ;
- mise en œuvre par les États s'écartant de la règle de « réformes structurelles » sous la surveillance et l'autorité de la Commission et du Conseil ;
- soumission des projets de budgets nationaux à la Commission.

Au total, en guise de fédéralisme budgétaire, tout passe par un renforcement de l'austérité, rien par le développement d'un budget européen conséquent. Comme rien ne passe non plus par le contrôle des mouvements de capitaux ni par la fin du dumping fiscal, le triptyque Austérité salariale + Austérité monétaire + Austérité budgétaire donne la formule du triple A.

L'obligation de ne pas dépasser 3 % de déficit public par rapport au PIB fut fixée à une époque où la croissance économique était de l'ordre de 3 %, ce qui pouvait avoir une certaine logique puisque cela laissait les intérêts mesurés en part de PIB au-dessous du rythme d'accroissement de celui-ci. Aujourd'hui, la croissance est quasi nulle et on s'achemine vers une règle d'or à 0 % de déficit qui est le contraire d'une politique contra-cyclique chère à Keynes.

4. Monétiser quoi ?

Face au blocage idéologique et politique libéral, nombreuses sont les voix aujourd'hui qui réclament une autre politique monétaire de la BCE. Mais on entend des propos soit peu clairs, soit contradictoires.

Que signifierait la « monétisation de la dette publique » ? Rien ou pas grand chose. La dette publique court, c'est-à-dire les titres qui lui correspondent sont déjà émis, ils ne peuvent donc être rachetés par la banque centrale que sur le marché secondaire. Si cela se produit, la masse monétaire augmente-t-elle ? Oui en monnaie centrale, mais pas forcément en monnaie créée ensuite par les banques pour l'économie (voir ci-dessus le § II-2). Quel intérêt y aurait-il à ce que la BCE rachète aux banques des titres d'occasion ? Aucun si les banques stérilisent la monnaie centrale qu'elles récupèrent. Aucun non plus si elles utilisent cet argent comme base pour créer de la monnaie scripturale en achetant des titres nouvellement émis par les États : ainsi, le cycle infernal de l'endettement des États auprès des marchés financiers s'entrefermerait. On voit d'ailleurs poindre l'effet pervers : dans un contexte où la croissance économique est proche de 0 %, un taux d'intérêt réel positif, si faible soit-il, crée un effet boule de neige sur la dette.

En revanche, si la banque centrale achetait directement les bons publics en première main pour « monétiser le flux de déficit public courant », cela couperait court à la montée des taux d'intérêt et cela assècherait le marché des obligations publiques.

La monétisation des déficits publics au lieu de la monétisation de la dette accumulée n'aurait-elle pas de limites ? Bien sûr. Au moins deux :

- la source du déficit serait amoindrie si une révolution fiscale était entreprise pour doter les collectivités publiques de ressources à hauteur des besoins ; le déficit subsistant ne correspondant alors qu'à la nécessité du « bouclage macroéconomique » correspondant à une activité en devenir (3^e et 4^e principes préliminaires ci-dessus), notamment pour amorcer le processus de transition écologique ;

⁷ Le déficit structurel est calculé en soustrayant du déficit total la part qui est estimée comme étant due à la variation de la conjoncture.

- le risque inflationniste est contenu dès l'instant où une activité productive nouvelle est enclenchée (5^e principe ci-dessus).

Si toutes ces questions étaient débattues démocratiquement, il est vraisemblable que, au-delà des aspects techniques, apparaîtraient les véritables enjeux de la maîtrise collective de la monnaie : un choix de société, c'est-à-dire un choix politique. Parce que la monnaie exprime la valeur économique, mais qui n'est qu'une partie de la richesse.⁸ Et parce que « la monnaie est un fait social total » (Marcel Mauss) qui ne pourra pas être abandonnée éternellement dans les mains de ceux qui préparent un monde insoutenable car invivable...

⁸ Sur ce point je renvoie à mon site et à mon blog, de même qu'à la publication prochaine du débat que j'ai avec André Orléan, à la suite de la publication de son livre *L'empire de la valeur, Refonder l'économie*, Paris, Seuil, 2011.