

La monnaie hélicoptère dans le bilan de la Banque centrale

Éric Monnet⁽¹⁾

Afin de visualiser l'impact des différents scénarios de monnaie hélicoptère sur le bilan de la Banque centrale, nous prenons comme point de départ un bilan stylisé et extrêmement simplifié auquel nous attribuons des valeurs arbitraires⁽²⁾.

Tableau 1. Bilan initial de la Banque centrale

ACTIF	200	PASSIF	200
Actifs domestiques	100	Billets	80
Prêts aux banques	80	Dépôts des banques	100
Actifs internationaux (réserves de change)	20	Capital	20

Note : Les actifs domestiques comprennent tous les actifs achetés pour la mise en œuvre de la politique monétaire.

Ce Focus est publié sous la responsabilité de son auteur et n'engage que celui-ci.

L'auteur tient à remercier Thomas Renault et Miklos Vari pour leurs relecture et conseils avisés mais reste seul responsable du contenu.

(1) EHESS et École d'économie de Paris (PSE).

(2) De manière cohérente avec la *Note* du Conseil d'analyse d'économique (voir Martin P., É. Monnet et X. Ragot (2021) : « Que peut encore faire la Banque centrale ? », *Note du CAE*, n° 65, juin), nous privilégions ici la version de monnaie hélicoptère sous forme de transfert aux ménages. Pour une analyse du bilan de la Banque centrale dans le cas d'un transfert direct au gouvernement, voir Cecchetti S. et K. Schoenholtz (2016) : « A Primer on Helicopter Money », *VoxEu.org*, 19 août et Cumming F. (2015) : « Helicopter Money: Setting the Tale Straight », *Bankunderground*, 5 août.

1. Cas de monnaie hélicoptère (d'un montant de 10 unités) sous forme de transfert de la Banque centrale sur les comptes bancaires des individus (i.e. chèque)

Dans le cas d'un transfert direct sur les comptes bancaires, la nouvelle monnaie créée est une dette de la Banque centrale envers les banques. La monnaie hélicoptère prend donc la forme d'une augmentation des dépôts des banques au passif de la Banque centrale. À l'actif, deux options sont possibles.

1.1. Option 1

À l'actif, la Banque centrale crée un poste **d'actif perpétuel** (équivalent à de la dette perpétuelle à taux zéro d'une entité abstraite). Le bilan de la Banque centrale augmente donc du montant de la création de la monnaie hélicoptère.

Tableau 2. Bilan de la Banque centrale avec actif perpétuel

ACTIF	210	PASSIF	210
Actifs domestiques	100	Billets	80
Prêts aux banques	80	Dépôts des banques	110
Actif contrepartie de monnaie hélicoptère	10		
Actifs internationaux (réserves de change)	20	Capital	20

1.2. Option 2

La monnaie hélicoptère est financée par le capital de la Banque centrale. Le total du bilan est donc inchangé mais la Banque centrale subit une perte en capital. Dans le cas où le montant nécessaire de monnaie hélicoptère excède le montant du capital, la banque doit être recapitalisée par les gouvernements, ou fonctionner avec un capital négatif (ce que les banques centrales refusent généralement de faire en raison du mauvais effet sur leur réputation)⁽³⁾.

Tableau 3. Bilan de la Banque centrale avec pertes en capital

ACTIF	200	PASSIF	200
Actifs domestiques	100	Billets	80
Prêts aux banques	80	Dépôts des banques	110
Actifs internationaux (réserves de change)	20	Capital	10

2. Cas de monnaie hélicoptère (d'un montant de 10 unités) sous forme d'impression de billets ou de carte prépayée

Il existe les mêmes options 1 et 2 que précédemment, selon que la Banque centrale décide d'assumer des pertes ou d'inscrire à son bilan un actif perpétuel. Nous reproduisons uniquement l'**option 1**.

L'effet de la monnaie hélicoptère sur le bilan de la Banque centrale a cette fois lieu en deux temps.

(3) Dziobek C.H. et J.W. Dalton (2005) : « Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries », *International Monetary Fund*, n° 2005/072.

2.1. 1^{er} temps : à l'émission

À l'émission, la dette de la Banque centrale est vis-à-vis des individus et non vis-à-vis des banques, comme dans le cas de billets (au porteur).

Tableau 4. Bilan de la Banque centrale avec actif perpétuel (au moment de l'émission)

ACTIF	210	PASSIF	210
Actifs domestiques	100	Billets + cartes prépayées	90
Prêts aux banques	80	Dépôts des banques	100
Actif contrepartie de monnaie hélicoptère	10		
Actifs internationaux (réserves de change)	20	Capital	20

2.2. 2^e temps : après utilisation

Lorsque les individus utilisent leur carte prépayée ou un billet pour acheter un bien, le compte bancaire d'un commerçant est crédité du même montant. La Banque centrale doit donc la somme émise à une banque (NB : le cas serait différent si les individus possédaient des comptes à la Banque centrale). Le bilan est donc finalement identique au cas de monnaie hélicoptère par chèque bancaire.

Tableau 5. Bilan de la Banque centrale avec actif perpétuel (après utilisation)

ACTIF	210	PASSIF	210
Actifs domestiques	100	Billets	80
Prêts aux banques	80	Dépôts des banques	110
Actif contrepartie de monnaie hélicoptère	10		
Actifs internationaux (réserves de change)	20	Capital	20

3. Autres questions importantes

3.1. Que se passe-t-il si la totalité des montants des chèques ou des cartes prépayées n'est pas utilisée avant leur date limite d'utilisation ?

Dans ce cas, une fois la date limite passée, la Banque centrale ne doit plus cette somme non dépensée. Elle peut donc disparaître de son bilan. Si par exemple, la moitié (= 5) n'est pas utilisée, alors le bilan de la Banque centrale dans l'option 1 n'aura augmenté que de 5 unités, et non de 10. La valeur de l'actif perpétuel est donc finalement de 5.

3.2. La monnaie hélicoptère sera-t-elle coûteuse pour la Banque centrale et pour l'État ?

Elle l'est si l'**option 2** (perte de capital) est choisie. Elle ne l'est pas à court terme si l'option 1 (actif perpétuel à taux zéro) est choisie. Toutefois si la Banque centrale remonte le taux de rémunération des réserves, la monnaie hélicoptère entraîne un surcoût pour la Banque centrale et donc une baisse des bénéfices versés au gouvernement. En effet, dans ce cas, l'augmentation du taux des réserves ne peut être compensée par une hausse de la rémunération de « l'actif perpétuel » qui ne porte pas intérêt. Ce type de coût sera néanmoins faible pour plusieurs raisons :

- selon nos estimations⁽⁴⁾ la hausse des réserves causée par la monnaie hélicoptère restera une faible part du bilan, c'est-à-dire 4 % environ pour une injection de monnaie hélicoptère de 2 % du PIB ;

(4) Voir Martin, Monnet et Ragot (2021) *op. cit.*

- la hausse de la rémunération des réserves semble peu probable à court terme étant donné les anticipations de taux et d’inflation ;
- avant que la BCE ne soit dans une situation d’augmenter ses taux, l’émission de billets aura augmenté pour suivre l’activité économique et aura fait diminuer les réserves du même montant ;
- il faut le mettre en rapport avec le revenu fiscal tiré directement (le transfert est soumis à l’impôt) et indirectement (surcroît d’activité et d’inflation) de la monnaie hélicoptère.

3.3. La monnaie hélicoptère sous forme de transfert aux ménages par la Banque centrale est-elle équivalente à une annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale ?

Sur un strict plan comptable, c’est le cas si la dette publique a financé des transferts aux ménages, comme lors de la réponse à la pandémie (l’État a compensé les pertes des entreprises et travailleurs), ou si l’État envoie un chèque au ménage (Plan Biden) et s’endette pour cela auprès de la Banque centrale. Les individus déposent l’argent reçu (directement ou indirectement) par l’État dans les banques. Les banques ont acheté de la dette publique revendue à la Banque centrale. Ce circuit abouti à une augmentation des réserves des banques à la Banque centrale finançant une hausse de la dette publique (qui nourrit une compensation financière – transfert – aux ménages). Pour un montant de 10 unités de dette publique, le bilan de la Banque centrale est le suivant.

Tableau 6. Monnaie hélicoptère sous forme d’achat de dette publique

ACTIF	210	PASSIF	210
Actifs domestiques	110	Billets	80
Prêts aux banques	80	Dépôts des banques	110
Actifs internationaux (réserves de change)	20	Capital	20

Si la Banque centrale décide d’annuler ces 10 unités de dette publique à l’actif, alors elle se retrouve dans l’option 1 (la dette publique est remplacée par un actif fictif ou une dette perpétuelle) ou l’option 2 (l’annulation est financée par le capital de la Banque centrale) de la monnaie hélicoptère décrites ci-dessus.

Du point de vue du bilan de la Banque centrale, il est donc équivalent de réaliser un transfert direct aux ménages financé par la création monétaire ou d’acheter de la dette publique qui finance un transfert aux ménages puis d’annuler cette dette.

Toutefois, le fait que ces deux options soient équivalentes dans le bilan de la Banque centrale ne signifie pas qu’elles le soient sur le plan politique et économique. Tout d’abord, elles ont évidemment des conséquences différentes sur la comptabilité de la dette publique. Deuxièmement, l’annulation de dette publique étant un transfert direct à l’État, elle est interdite par les Traités européens, contrairement à la monnaie hélicoptère qui est un transfert direct aux ménages que rien n’interdit. Troisièmement, l’annulation de la dette publique (finançant un programme de chèque aux ménages) détenue par la Banque centrale pourrait entraîner une demande d’annulation de l’intégralité de la dette publique détenue par la Banque centrale. Les montants en jeu seraient alors considérablement différents. Dans le cas d’annulation de la totalité de la dette publique détenue par la Banque centrale et d’une remontée des taux de rémunération des réserves, créer un actif perpétuel à taux zéro entraînerait une perte beaucoup plus significative pour la Banque centrale et donc pour l’État. Il est donc peu probable que le capital de la Banque centrale ne diminue pas dans ce cas. Enfin, d’un point de vue symbolique et politique, l’annulation de la dette publique ou la création d’un actif fictif en contrepartie de monnaie hélicoptère sont différentes. La première option revient à assumer une intégration totale de la politique monétaire et de la politique budgétaire. La deuxième maintient une distinction entre les deux en affirmant que la monnaie hélicoptère ayant pour but d’atteindre la cible d’inflation est un pur outil de politique monétaire. Cette distinction permet à la Banque centrale d’être plus crédible pour renouveler l’opération ou y mettre fin lorsque cela est nécessaire.