

## Systeme monetaire international et alea moral



Par **Henri Ghosn**  
*Administrateur de sociétés*  
*Président du Club Finance HEC Paris*

Le fameux « quoi qu'il en coûte » a fait couler beaucoup d'encre. On a pu lui reprocher un manque de réalisme voire de prudence alors qu'il ne fallait évidemment pas le prendre au pied de la lettre. Aucun gouvernement, aucune institution ne disposent de ressources infinies. L'idée était simplement d'affirmer que l'humain passerait avant toute autre considération. Pour autant la question posée quant aux moyens mis en œuvre reste ouverte.

**P**arlant de moyens, les regards se tournent bien évidemment vers les Banques Centrales prêteurs en dernier ressort.

Avant d'analyser les possibilités dont disposent ces dernières, il convient de s'interroger en ce moment sur leur indépendance au regard de l'appui sans faille apporté à l'action des pouvoirs publics.

La question est légitime et il est normal que de nombreux économistes et analystes l'aient posée.

Il nous semble toutefois qu'elle doit dépasser le cadre strictement juridique des attributions habituelles d'une Banque Centrale. A circonstances exceptionnelles, réponse exceptionnelle. Une Banque Centrale peut considérer de son devoir dans l'intérêt général de dépasser le cadre strict de ses fonctions dans la mesure

où l'environnement économique et humain est devenu lui-même hors norme.

Est-ce à dire qu'il faut clore le débat ? Evidemment non. S'il est permis dans des circonstances particulières de dépasser un cadre jugé trop étroit, la question de la responsabilité demeure.

La seule interrogation qui vaille aujourd'hui au-delà des innombrables points juridiques ou statutaires pourrait se résumer à : jusqu'où techniquement et moralement peut aller une Banque Centrale ?

Sur la première question d'ordre technique, il n'existe pas à ce jour de réponse académique stricte, indépendamment des innombrables travaux engagés en la matière. Inutile de chercher la réponse dans quelque algorithme complexe ou une suite d'équations savantes. S'il fallait s'appuyer sur

la Modern Monetary Theory (MMT), une Banque Centrale ne peut pas faire théoriquement faillite. Elle peut aller aussi loin qu'elle le souhaite dans la mesure où elle a le monopole de la force dans la collecte des taxes et celui de l'émission de la monnaie. Cette théorie monétaire ne fait pas l'unanimité pour de multiples raisons, les unes pour des raisons classiques d'adossement de la monnaie à une activité économique réelle, les autres plus pragmatiques liées à la possibilité d'émergence de nouvelles monnaies.

Même si elles ne sont pas des monnaies au sens strict, les crypto-monnaies se veulent bien entendu une alternative et constituent, quoi qu'on en dise, un signe de défiance vis-à-vis des monnaies conventionnelles. On voit bien ainsi que le point indépassable pour une Banque Centrale est celui de la confiance.

Ce point, il serait vain de chercher à le délimiter. Mais il faut garder à l'esprit que, telle une fêlure dans un cristal, une fois ce point franchi il est très difficile voire impossible de revenir en arrière.

Si l'on veut examiner aujourd'hui ce degré de confiance, les signes apparaissent ambivalents. D'une part, on l'a évoqué, l'avènement même de crypto-monnaies ou d'initiatives comme celle de la Libra de Facebook représentent en soi un avertissement. Mais d'autre part, l'observation impartiale des faits conduit à estimer que le danger, s'il existe, n'est pas imminent. A titre d'exemple, les Français ont épargné ces derniers mois plus de 80 milliards d'euros. L'auraient-ils fait s'ils avaient estimé qu'il s'agissait d'une monnaie sujette à caution ? Ils se seraient au contraire précipités pour acheter le plus grand nombre de biens tant que la valeur de la monnaie le leur permettait encore.

Ainsi, et malgré les signaux d'avertissement évoqués, on peut dire que sur le plan fonctionnel le système continue à « tenir ». Après tout, les ratios habituellement admis comme raisonnables il y a peu de temps encore ont été enfoncés sans dégâts apparents. Par ailleurs force est de constater qu'on continue à vivre avec des taux bas

voire négatifs, et ce malgré les dommages occasionnés au système bancaire. A ce stade, il devient tentant pour les pouvoirs publics concernés de considérer la situation comme susceptible de se prolonger, à défaut d'être pérenne. Rien n'est plus confortable que de continuer à puiser à cette source de liquidités abondantes et gratuites.

Pour juger de la possibilité pour la situation actuelle de perdurer, il importe de faire un petit retour historique. Comment en est-on arrivé là et quelles sont les limites de l'exercice ?

Sans passer en revue toute l'histoire de la monnaie depuis l'Antiquité, revenons aux faits fondateurs de l'histoire monétaire récente, l'inconvertibilité du dollar en or décidée par un jour d'été du mois d'août 1971. Ce jour-là unilatéralement, les Etats-Unis décidaient de s'extraire de l'obligation d'une référence, mettaient fin de ce fait aux accords de Bretton Woods de 1944 et ouvraient l'ère des changes flottants qui est encore la nôtre aujourd'hui. Ils accroissaient ainsi de manière spectaculaire ce qui était déjà

le privilège exorbitant du dollar évoqué par le Général de Gaulle puis par Valéry Giscard-d'Estaing.

Il est indéniable que sur le plan technique le système a fonctionné parfaitement pour les Etats-Unis, leur permettant de tirer parti au mieux de cette « facilité de caisse » permanente. Tout en se plaignant quelquefois de cet état de fait, le reste du monde a suivi, trouvant également son intérêt à être tiré par le surcroît de dynamisme de la première puissance économique de la planète.

Le fait marquant depuis une vingtaine d'années est la création d'une autre monnaie de réserve, l'Euro, qui a pu devenir progressivement, et toutes proportions gardées, un complément au rôle toujours éminent du dollar. Sévèrement encadrée pendant de nombreuses années pour satisfaire les diverses visions et exigences des divers pays composant la zone euro, la politique de la Banque Centrale Européenne n'a pas été de tirer profit autant que le faisaient les Etats-Unis de ce privilège de monnaie de réserve. Il a fallu la crise de 2008 et

Les crypto-monnaies  
se veulent une  
alternative et  
constituent un signe  
de défiance vis-à-vis  
des monnaies  
conventionnelles

aujourd'hui celle liée à l'environnement sanitaire pour que la Banque Centrale acquière des degrés de liberté qu'elle n'avait pas auparavant.

Cependant, depuis 2008, la crise financière ronge l'intérêt général en faisant disparaître l'aléa moral.

Un exemple : l'adossement du crédit inter-entreprises à des garanties d'État, en 2020 comme en 2008, est structurellement un apport de fonds propres massif nécessaire aux garanties allouées. Il a été intégré par les acteurs de marché qui ont implicitement transféré le risque à l'État et réduit leur exigence en capital. Pour restaurer l'aléa, il faut renchérir la garantie et la rendre explicite, de sorte qu'il n'y ait plus d'intérêt à préférer cette solution à la mobilisation de capitaux.

Dans le même ordre moral, « l'euthanasie de la rente » telle que proposée par Keynes consistait initialement à vouloir transférer la valeur détenue par le rentier, vu comme passif, au sens physique et comptable, vers l'entrepreneur, vu comme actif, là aussi dans les deux acceptions.

Aujourd'hui, l'euthanasie est subie. Depuis 2008, l'endettement des Etats a bondi bien au-delà des limites fixées à l'origine. Pour le comprendre, donnons une définition de la monnaie, nécessaire à notre échange, comme l'association d'une maturité, d'un rendement et d'un risque bilatéral. Ainsi chaque emprunt est de la monnaie. Mais aussi la maturité est celle de l'emprunt et le risque celui de l'émetteur et/ou du système juridique auquel il est adossé. On trouve ces idées très tôt dès l'Antiquité chez Aristote, et à l'ère moderne, pour ne citer que lui, chez un économiste tel que Alfred Mitchell-Innes (« What is Money » – *The Banking Law Journal*, May 1913). La loi est indissociable de la monnaie. Ainsi user du dollar américain, c'est aussi bien trouver une garantie allouée par le pays qu'en accepter les règles.

Autre conséquence de ce monde incertain, le rapprochement en nature des actions et des obligations.

Empruntant à Jacques Tierny, en temps normal et en simplifiant, les entreprises financent les flux certains par la dette et la part aléatoire par les actions. Dans

notre environnement actuel où rien n'est certain chaque obligation porte désormais un risque, et symétriquement un actionnaire attend souvent un flux « certain » sous forme de dividende.

Ainsi, chaque action annexe une part obligataire. Par exemple, elle versera un dividende 19 années sur 20, tout comme chaque obligation subit un risque de restructuration, une part action en quelque sorte.

Comme détaillé il y a quelques années, une Banque Centrale crédible peut acheter de la dette souveraine, la porter et assurer son remboursement en souscrivant à une nouvelle émission. Les coupons sont rendus à l'État par le dividende et l'impôt. En ce sens, la dette peut être considérée par l'État émetteur comme une action. Les échéances et les montants des flux sont incertains et, en réalité, discrétionnaires. La Banque Centrale subordonne structurellement les emprunts qu'elle détient.

Pour les investisseurs tiers, la dette est au contraire « seniorisée ». La part de la dette détenue par la Banque Centrale peut s'analyser elle, de plus en plus, comme de « l'equity ». Ces flux ne pèsent plus dans la capacité de l'Etat émetteur à rembourser.

Mais l'aléa moral demeure et il serait déraisonnable de penser que nous disposerions là d'une cornu copiae, corne d'abondance dans laquelle nous pourrions indéfiniment puiser. Toute monnaie-dette est par nature bilatérale et doit être payée par l'un ou l'autre. Ainsi le défaut d'un émetteur n'annule en rien ses flux, la charge est structurellement transférée à l'investisseur.

Mais dans le cas d'une Banque Centrale, qui paie ? Pourquoi ne pourrait-elle pas « tout financer » ?

La question contient en elle-même la réponse. Néanmoins, il importe de rappeler que les Etats et les Banques Centrales font le travail. Lors de circonstances exceptionnelles, il faut savoir s'extraire des règles usuelles pour protéger la population et assurer, sans trop de casse, et pour une durée transitoire, le fonctionnement de la machine économique. Pour parler de l'Europe, il est difficile de ne pas approuver les initiatives des

gouvernements, de la BCE et la solidarité européenne qui s'est manifestée au regard de la gravité de la situation. Pour autant, il convient de trouver les bons mots pour expliquer le caractère exceptionnel de la période actuelle. D'ores et déjà, nous voyons poindre les risques sur le plan pédagogique. Au vu de ce qui s'est passé, et pour de nombreuses personnes dans la population, « on trouve toujours de l'argent quand il le faut ». Inutile de souligner le danger si cette perception continuait à s'ancrer dans les esprits.

En conclusion, il est d'intérêt général que le système monétaire maintienne la notion de risque. L'intervention de l'Etat et des Banques Centrales, hors circonstances

exceptionnelles, doit rester parcimonieuse, contraignante et évaluée à l'aune du seul bien commun.

En corollaire et pour finir, il convient de ne jamais oublier, au-delà des analyses chiffrées, l'importance de la richesse humaine nourrie par le sens de l'effort, de la responsabilité et de la solidarité car c'est sur elle que reposeront in fine la réussite et la prospérité d'une société.

\*Pour mémoire, cet article fait suite à celui traitant d'un sujet connexe publié également dans le numéro 452 de la Revue L'ENA Hors les Murs de juin 2015 « Le nouvel environnement de la Finance à travers le prisme des trois ordres : Politique, Monétaire et Marchand » par Henri Ghosn et Yann Aït-Mokhtar.

