

RÉFORME MONÉTAIRE

De nouveaux agrégats comme fondement à l'ère du numérique



Jean-François Serval

Président
Groupe Audit Serval



Jean-Pascal Tranié

Ancien élève de
l'École polytechnique
et de l'ENA
Responsable d'un
fonds d'investissement international

Tous deux auteurs de
l'ouvrage *Innovations
financières et Réforme
monétaire ou comment
sortir du piège de la
dette* (Gualino éd.,
2022), publié en
langue anglaise sous
le titre *Financial
Innovations and
Monetary Reform: How
to Get out of the Debt
Trap* (Springer, mars
2023).

À l'espace limité des agrégats « classiques » M1, M2 et M3, qui constituent la masse monétaire, se substitue désormais un espace illimité, défini par de nouveaux outils d'analyse, M5 et M6, reposant sur l'infinité des données et de leurs croisements que permet la technologie digitale.

L'actuelle révolution numérique modifie en profondeur le fonctionnement et l'appréhension de l'espace monétaire qui régit la vie économique internationale. Elle justifie de nouveaux outils d'analyse, qui ne seraient plus limités comme le sont les agrégats M1, M2 ou M3. Ce que nous appelons M5 et M6 est au cœur de notre réflexion pour poser les enjeux d'une réforme qui vise à la maîtrise des flux monétaires et au contrôle de la dette publique.

L'univers monétaire saisi par M5 et M6 prend en compte la quasi-totalité des actifs financiers utilisés pour les échanges et permet leur suivi et celui des actifs sous-jacents. Dans notre approche, M5 s'applique à l'ensemble des liquidités et des engagements des entreprises et M6 à la totalité du montant de l'actif de ces entreprises. La différence entre les deux agrégats correspond aux passifs et actifs sans contrepartie (immobilisation, monnaie physique, soldes des capitaux propres). Précisons, par ailleurs, que dans la mesure où les ménages ne sont pas soumis à des obligations comptables, ils n'apparaissent pas en tant que tels dans M5, mais existent en tant que contrepartie des entreprises auprès desquelles ils se fournissent et travaillent.

Par eux-mêmes, M5 et M6 ne décrivent pas les flux monétaires mais sont la représentation des transactions révélées par les échanges qui, elles-mêmes, permettent d'identifier et analyser les flux monétaires. Le croisement infini des données livre des enseignements sur la circulation des transactions et de leurs débouchements par les instruments de paiement, qu'ils aient une définition légale (virements SEPA, virements autres, chèques, billets à ordre) ou qu'ils transitent ou non par une place de marché, elle-même régulée ou pas et pouvant utiliser telle ou telle devise.

M5 et M6, pour dépasser l'approche statistique

L'observation d'un espace unique représenté par M5 et M6 sur la base d'une connaissance détaillée des transactions permet ainsi d'analyser :

- comment la monnaie est créée par les échanges de biens et services, ou détruite par les changements de valeur ;
- dans quelle mesure les instruments monétaires peuvent varier en volume par leur paiement ;
- comment la vitesse des échanges et les échanges eux-mêmes sont affectés par ces mouvements et par l'humeur des agents économiques et les taux d'intérêt pratiqués.

L'image des échanges des instruments financiers, de leurs vitesses et de leur nature est nécessaire à toute politique monétaire visant au maintien de leur stabilité. Les agrégats monétaires traditionnels des banques centrales (M1, M2, M3), limités par leur nature purement monétaire, dans la mesure où ils ne représentent que des soldes, ne peuvent pas fournir cette information. Des analyses telles que les stress-tests (sur la baisse des valeurs, la variation des taux d'intérêt) ou des données issues des systèmes de comptabilité nationale tentent de pallier la faiblesse de cette approche statistique. C'est bien l'univers de M5 et M6, c'est-à-dire celui de la représentation de l'activité et son expression monétaire, qui permet de percevoir le réel au plus près et donc de l'analyser.

La comptabilité est au cœur de cet enjeu. Les bilans et les comptes de profits et pertes des entreprises constituent le bon niveau de collecte des données, car ils donnent la possibilité de trier l'actif et le passif et de mesurer l'activité par le montant des recettes enregistrées. La création d'une bulle de valeur se manifesterait lorsque les flux, que les actifs sous-jacents génèrent, n'égalent plus dans les portefeuilles les valeurs auxquelles les instruments pour les financer ont été payés. La prévision d'un risque de « rupture » dans la dynamique de l'échange deviendra également possible en observant un ralentissement de la vitesse de circulation. L'approche comptable permet le rapprochement entre le monde réel des échanges et celui de sa représentation financière construite



par les états financiers et d'ajuster ainsi la circulation de liquidités aux besoins de l'économie.

Ce nouveau cadre d'analyse de l'espace monétaire par la connaissance des données est un préalable indispensable à la mise en œuvre d'une réforme monétaire qui redéfinit un système réglementaire renoué. Ce dernier ouvrira la voie à une politique volontariste de maîtrise des déficits publics et de réduction de la dette. Le croisement des données doit permettre d'avoir une cartographie précise des échanges, mais aussi d'améliorer les règles favorisant une fluidité et une sécurité de la circulation monétaire dont la régulation relève de la responsabilité de l'État.

Réaligner la sphère financière et l'économie réelle

Cette réforme du système financier international suppose trois préalables indispensables afin d'assurer un cadre d'économie de marché qui favorise le développement des échanges.

La première des conditions requiert la mise en œuvre d'un processus de transition en vue d'organiser un système de change stable, à parités fixes mais ajustables, actant des besoins et des capacités de chaque pays et qui partage le coût des mécanismes de garantie des taux de change sur les marchés de couverture (Forex, ISDA).

La deuxième condition, dès la phase de transition, passe par la création d'un nouvel étalon à vocation universelle et, logiquement, le plus indépendant possible des enjeux politiques. L'émergence d'un monde multipolaire annonce la fin prévisible d'un univers économi-

que régit par la toute-puissance du dollar. Nous militons donc pour un étalon neutre, capable de régir le monde concurrentiel par la seule référence à un nombre. N'ayant aucune réalité physique à laquelle se raccorder, il n'a de valeur, une fois accroché à un support échangeable, que celle qui lui est donnée par le consensus de ses opérateurs qui l'utilisent pour mesurer leurs échanges. L'étalon, comme une cryptomonnaie, prendrait la consistance d'une formule mathématique définie par un cryptogramme. La valeur de l'étalon cryptogramme, totalement indépendant du support qu'il mesure, est neutre par rapport à l'objet qu'il évalue. Enfin, troisième condition : afin de retrouver des repères dans les volumes des échanges et des flux monétaires qu'ils génèrent, des limites doivent être données à l'émission monétaire sous toutes ses formes dans le but de réaligner la sphère financière sur les besoins de l'économie réelle. Les composantes monétaires que sont M5 et M6, comme nous l'avons vu, permettent ce contrôle régulateur de la circulation monétaire. Celui-ci implique également une organisation des droits d'émission monétaire des États dans un cadre multilatéral qui agirait selon des critères économiques et financiers à définir. Ce contrôle passe aussi par une organisation des principaux instruments financiers afin de placer ceux qui ont la plus grande exposition internationale dans un système unifié de régulation qui offre un cadre plus efficace et mieux sécurisé de refinancement international. La question de la sécurité des échanges est au cœur des

enjeux monétaires et concerne tout particulièrement la sécurisation des paiements, qui devrait être renforcée par un dispositif global d'identification des acteurs.

Cette réforme systémique devra s'inscrire dans le cadre d'une conférence internationale chargée de définir les

« La question de la sécurité des échanges est au cœur des enjeux monétaires et concerne tout particulièrement la sécurisation des paiements, qui devrait être renforcée par un dispositif global d'identification des acteurs. »

règles d'une nouvelle donne monétaire pour un monde économique fragilisé par le poids exorbitant de la dette et les enjeux géopolitiques qu'il représente. Ce projet doit parachèver ce qui a déjà été accompli dans le cadre du Rapport de Larosière, commandité par la Commission européenne. Dans la foulée de la crise de 2008, ce dernier a permis au système financier international de survivre, grâce à un dispositif prudentiel qui a bien contribué à éviter la défaillance d'établissements financiers systémiques minés par l'excès de liquidités. La réforme du système monétaire et le traitement de la dette doivent être menés simultanément, afin de rétablir une économie de production de richesses tangibles, qui seule permettra d'échapper au « piège de la dette » (lire le débat entre Christian de Boissieu et Jean-François Servat, *Revue Banque* n° 873, novembre 2022). ■