

# Ex-banquier central : le vol d'actifs russes va ruiner les marchés européens

L'Union européenne vient de décider de geler de façon permanente environ 140 milliards d'euros d'actifs de l'État russe, ce qui revient essentiellement à exproprier l'État russe. Qu'est-ce que cela signifie pour l'Europe en tant qu'économie et en tant que marché ? Pour nous aider à répondre à cette question, nous recevons Dejan Soskic, professeur à l'Université de Belgrade et ancien gouverneur de la Banque centrale de Serbie. Liens : Neutrality Studies sur Substack : <https://pascallottaz.substack.com> Boutique : <https://neutralitystudies-shop.fourthwall.com> Chapitres : 00:00:00 Gel permanent des avoirs russes 00:10:09 Pourquoi les banques centrales détiennent des réserves étrangères 00:17:57 Pourquoi la Russie utilisait Euroclear 00:22:23 Les 140 milliards d'euros sont-ils significatifs pour la Russie ? 00:28:59 Le schéma du « prêt garanti » 00:39:50 Risques juridiques au-delà de l'UE 00:41:47 Pourquoi ne pas simplement exproprier ? 00:45:21 Transférer les réserves vers la Chine 00:49:34 L'arme financière du système monétaire

## #Pascal

L'Union européenne vient de décider de geler de façon permanente environ 140 milliards d'euros d'actifs appartenant à l'État russe et, en pratique, d'exproprier l'État russe. Qu'est-ce que cela signifie pour l'Europe en tant qu'économie et en tant que marché ? Pour nous aider à répondre à cette question, nous recevons le professeur Dejan Šoškić, professeur à l'Université de Belgrade et ancien gouverneur de la Banque centrale de Serbie. Dejan, bienvenue à nouveau.

## #Dejan Šoškić

Merci beaucoup pour l'invitation.

## #Pascal

Merci beaucoup d'avoir d'abord abordé ce sujet par e-mail, puis d'accepter maintenant d'en discuter devant la caméra. En tant qu'ancien banquier central, qu'avez-vous pensé lorsque vous avez appris qu'ils allaient réellement le faire — qu'ils n'allaient pas simplement geler ces fonds pour six mois, avec un renouvellement nécessaire, mais les geler de façon permanente ? Il y a pratiquement aucune chance que ces fonds soient débloqués de sitôt.

## #Dejan Šoškić

Oui, eh bien, je dirais que c'est une décision assez inhabituelle et sévère à prendre. Et je dirais que, vous savez, lorsqu'on enseigne la finance aux étudiants de premier cycle et qu'on explique les

principes fondamentaux du fonctionnement du système financier, il faut toujours aborder la question de la confiance comme un élément très important d'un système financier. La confiance est essentielle pour avoir foi dans la monnaie que l'on utilise — la confiance que cette monnaie sera capable, disons, de préserver votre pouvoir d'achat jusqu'au lendemain, lorsque vous déciderez de l'utiliser à nouveau. Mais c'est aussi la confiance dans tous les instruments financiers, c'est-à-dire les dépôts, les lignes de crédit, et le respect de la propriété des actifs prêtés à d'autres.

Un dépôt dans une banque est une forme de ligne de crédit. Chaque fois que vous placez votre argent sur un compte bancaire, c'est comme si vous prêtiez votre argent à la banque elle-même. La banque utilise ensuite ces fonds pour accorder des lignes de crédit et pour faire d'autres choses avec votre argent — investir dans des titres, fournir des garanties supplémentaires et mener toutes les autres activités habituelles d'une banque normale. Cependant, saper la confiance dans un système financier semble être pris très à la légère dans la situation actuelle que nous vivons, en particulier en ce qui concerne les dépôts de la Banque centrale de Russie chez Euroclear et dans d'autres pays.

Il existe la propriété et la souveraineté d'un État, et l'on ne peut pas facilement supposer que cet argent soit, en tout cas, le produit d'activités pouvant être tenues pour responsables dans le cadre d'une procédure judiciaire. Il est difficile d'établir un parallèle avec, par exemple, un tribunal qui peut parfois ordonner la saisie et le gel des avoirs appartenant à des individus poursuivis pour des activités criminelles. En général, il s'agit d'une décision temporaire du tribunal, en attendant que la procédure soit achevée et qu'un verdict permette de déterminer les étapes suivantes. Ainsi, ce type de gel d'avoirs sans aucune procédure judiciaire — en particulier lorsque les États sont propriétaires de ces avoirs et qu'il est impensable d'imaginer qu'ils proviennent d'activités criminelles — est extrêmement problématique.

C'est précisément la question lorsqu'on parle du gel des avoirs appartenant à des personnes soupçonnées, faisant l'objet d'une procédure judiciaire, et ainsi de suite. Le soupçon est qu'elles ont généré ou acquis ces avoirs par des activités criminelles, et qu'il faut donc les empêcher de les utiliser à d'autres fins ou de les dissimuler — en somme, pour s'assurer que ces avoirs puissent être restitués à leurs propriétaires légitimes, utilisés pour payer des impôts, ou confisqués par l'État dans lequel l'individu a commis certains crimes. Mais le parallèle, dans le cas des avoirs d'un État, ne tient tout simplement pas. C'est un point important à souligner.

Et le deuxième point qu'il faut garder à l'esprit, c'est qu'ici nous parlons de décisions prises par des organes exécutifs, comme la Commission. Cela fait partie du pouvoir exécutif de l'État — ce n'est ni législatif, ni judiciaire, c'est exécutif. Donc, si le pouvoir exécutif est suffisamment fort pour, disons, annuler un contrat et le droit de propriété, cela envoie, je dirais, un mauvais signal quant au bon fonctionnement du cadre juridique dans la juridiction où de telles choses se produisent. Et dans ce cas, je dirais qu'il y a une préoccupation supplémentaire : nous traitons désormais d'actifs libellés en euros. Tout d'abord, ils prenaient la forme de titres au sein d'Euroclear, et Euroclear est une institution un peu plus complexe qu'on ne le décrit habituellement.

Elle possède une branche qui conserve les titres en tant que dépositaire, mais il y a aussi Euroclear Bank, où s'effectue le règlement. Ainsi, la compensation et le règlement ont lieu au sein de cette institution. Elle dispose également d'un réseau d'institutions connectées qui gèrent la compensation et le règlement par l'intermédiaire d'Euroclear Bank. Les dépôts à Euroclear Bank sont comme n'importe quels autres dépôts. Si vous ou moi avons un dépôt dans une banque, nous nous attendrions à ce que la banque l'honore. Et si quelque chose tourne mal avec la banque elle-même, il existe ce que l'on appelle un système de garantie des dépôts, généralement soutenu par le gouvernement.

Par exemple, dans le cas d'Euroclear Bank, qui se trouve en Belgique et fait partie de l'Eurosystème, elle est supervisée par la Banque nationale de Belgique dans le cadre du Système européen de banques centrales, lequel supervise désormais les principales banques de la zone euro — l'union bancaire telle que nous la connaissons. Cela soulève donc de nombreuses questions. Tout d'abord, quel est le fondement juridique permettant de geler certains actifs ? Et quel est le fondement juridique pour ne pas autoriser que les revenus de ces actifs soient librement accessibles à leur propriétaire ? C'est, disons, le deuxième point qui a été soulevé.

Et maintenant, le troisième point concerne essentiellement le gel continu, ou disons indéfini, des avoirs. Sur le plan juridique, d'après ce que je suis, la discussion porte en réalité sur l'idée que la Russie est responsable de crimes de guerre et devrait verser des réparations, ou des choses de ce genre. Mais je n'ai pas vu de tribunal établi qui ait rendu une décision définitive sur cette question. C'est donc comme si l'on prenait des décisions à l'avance, au lieu de le faire devant un tribunal, en supposant que certaines décisions y seront prises — ce qui est, je dirais, une proposition très hasardeuse de la part des partisans de cette idée. D'un point de vue juridique, c'est un acte contestable.

Et du point de vue de la confiance dans l'ensemble du système bancaire européen — la confiance dans des institutions comme la Banque nationale de Belgique et le gouvernement belge — mais aussi, puisque Euroclear est l'un des plus grands systèmes de compensation en Europe, à côté d'Euroclear, il y a Clearstream, qui traite la majorité des transactions sur titres. Cela enverrait également un signal à tout investisseur souhaitant placer des fonds dans des actifs financiers libellés en euros, y compris les obligations souveraines émises par n'importe quel pays de la zone euro. Si cette situation perdure sans, disons, un fondement juridique qui viendrait appuyer un tel acte de manière plus appropriée, je vois cette confiance se détériorer non seulement à l'égard d'Euroclear en tant qu'institution, mais aussi à l'égard de l'euro en tant que monnaie, ainsi que de l'ensemble des titres libellés en euros et compensés via Euroclear.

Et la plupart de ces titres sont en réalité des obligations de dette souveraine émises par les États membres de la zone euro, ainsi que par d'autres encore. À mon avis, cela va clairement à l'encontre des principes fondamentaux d'un système financier sain. Si l'on regarde dans l'histoire, on voit à quel point la confiance est essentielle — on en trouve même la trace dans l'un des plus anciens textes juridiques du monde, le Code d'Hammourabi de l'ancien État sumérien. Il y est dit que quiconque ne

rembourse pas ce qu'il doit sera réduit en esclavage jusqu'à ce qu'il ait remboursé sa dette. Ainsi, instaurer la confiance dans un système financier est un élément crucial qu'il ne faut pas fragiliser. Et cette mesure, à mon sens, ne va pas dans la bonne direction.

## **#Pascal**

Peux-tu me dire, avant que nous poursuivions sur ce sujet, pourquoi les banques centrales détiennent des actifs libellés en devises étrangères dans d'autres juridictions ? Pourquoi la banque centrale russe possède-t-elle des actifs libellés en euros chez Euroclear ? Je suppose que les Américains font la même chose, et que les Européens ont probablement des actifs aux États-Unis, peut-être au Japon, et ainsi de suite. Pourquoi font-ils cela ? À quoi servent généralement ces fonds ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, l'Amérique est un cas particulier, car le dollar en est un aussi, vous savez, et ils ont la capacité d'émettre des dollars. Ils n'ont donc pas besoin de détenir autant de réserves. Mais pour les autres pays du monde, il est courant d'avoir ce qu'on appelle des réserves de change. Ce sont des réserves principalement libellées dans les devises dans lesquelles le pays effectue la majeure partie de son commerce. Vous savez, ils achètent et vendent des biens, et il faut aussi analyser dans quelle monnaie sont libellées les factures pour les échanges entre les entités de votre pays et le reste du monde.

Ainsi, par exemple, la principale monnaie d'échange est évidemment le dollar, mais en deuxième position vient l'euro. Il est donc normal que les pays — les plus petits et les économies émergentes, voire la Russie — conservent des réserves. Même la Chine détient ses réserves de change en dollars et dans d'autres devises, notamment l'euro. L'euro est désormais, en gros, la deuxième monnaie la plus importante. Le RMB, le renminbi chinois, commence lui aussi à attirer l'attention en ce qui concerne cette fonction de détention de réserves de change. Les réserves de change sont donc conservées pour être utilisées par la banque centrale afin d'assurer la liquidité extérieure du pays — c'est-à-dire que toute personne souhaitant payer un créancier étranger peut échanger sa monnaie locale contre la devise étrangère que le créancier s'attend à recevoir.

C'est donc essentiellement là pour assurer, disons, le bon fonctionnement des transactions internationales. Et parfois, ces réserves de change peuvent aussi être utilisées pour intervenir sur le marché des changes — pour, disons, éliminer de fortes instabilités du taux de change, ou parfois, si l'on souhaite fixer le taux de change pendant une certaine période, on peut le faire en intervenant sur le marché des changes, et ces interventions proviennent des réserves de change. Revenons donc à une étape que nous aurions peut-être dû mentionner plus tôt : les réserves de change peuvent être détenues sous trois formes d'actifs principales : de l'argent sur des comptes bancaires à l'étranger, y compris dans des banques étrangères — et ces banques doivent être de la plus haute qualité possible — et le deuxième type, ce sont les titres financiers.

Et encore une fois, ces titres doivent être de la meilleure qualité possible — principalement des obligations d'État, et surtout émises par de grands pays financièrement capables de rembourser à temps sans difficulté, autrement dit des pays considérés comme très bien notés par les agences de notation, comme AAA ou AA. Ce sont ce type d'obligations que vous voudriez avoir dans votre portefeuille. Le troisième actif, c'est l'or. L'or a été très demandé ces dernières années — on observe une hausse des prix. L'une des raisons de cette augmentation est que les banques centrales du monde entier, en particulier dans le Sud global, sont plus enclines à acheter de l'or pour détenir leurs réserves de change sous cette forme.

Un aspect de cela consiste peut-être à s'éloigner des marchés en dollars. L'autre est d'adopter une attitude plus prudente face au risque potentiel de gel des avoirs et à d'autres situations similaires. Nous l'avons mentionné dans notre précédente vidéo, lorsque nous avons abordé des questions similaires : ce n'est pas la première fois qu'une telle chose se produit. Nous l'avons vu avec l'Afghanistan, le Venezuela, l'Iran et d'autres pays. Ce n'est donc pas, comme certains le disent, un cas isolé. Ce n'est plus un cas isolé — cela dure depuis un certain temps. Et c'est pourquoi, pour la solidité du système financier actuel, les décideurs devraient vraiment, vraiment éviter de faire quoi que ce soit qui nuise à la stabilité et à la confiance dans le système.

Si je puis ajouter une chose, il existe un certain nombre de travaux théoriques bien connus dans ce domaine qui montrent que la confiance est un pilier essentiel au bon fonctionnement du système financier. L'un d'eux est bien sûr celui de George Akerlof, qui a publié dans les années 1970 un article intitulé « The Market for Lemons », dont la principale conclusion est que, sans confiance — en cas d'asymétrie d'information massive — le marché s'effondre. Ainsi, sans confiance, les marchés financiers ne fonctionnent tout simplement pas. Et je peux vous dire que, venant d'un pays où le système bancaire a effectivement cessé de fonctionner normalement dans les années 1990 en raison des sanctions des Nations unies et de l'hyperinflation, l'argent a tout simplement cessé de circuler dans le système.

Les gens voulaient se débarrasser de la monnaie locale et ont essayé d'acheter des actifs alternatifs, surtout à l'époque libellés en marks allemands. Cela a porté un coup énorme, vraiment énorme, au système financier de mon pays. Même aujourd'hui, nous subissons encore les conséquences de cet épisode. Malgré le fait que, depuis des décennies, la Serbie connaisse une faible inflation, un taux de change stable et aucun signe d'instabilité, les gens ont toujours tendance à ne pas conserver leurs économies dans la monnaie locale. Ils les gardent principalement en euros. Et ils préfèrent les dépôts à court terme plutôt qu'à long terme, car il y a 25 ou 30 ans, leurs dépôts avaient été gelés pendant une décennie. Cette expérience reste gravée dans l'esprit des investisseurs et des déposants.

## **#Pascal**

Donc cela exerce probablement une pression à la baisse sur la monnaie, non ? Sur le taux de change.

## **#Dejan Šoškic**

Dans une certaine mesure, je dirais que cela aura un impact sur la demande d'euros dans son ensemble — pour tous les actifs, y compris l'euro lui-même, mais aussi pour les titres émis en euros. Je ne serais donc pas surpris qu'il y ait un effet qui augmente globalement le coût de l'emprunt pour tous les pays de la zone euro, dans une certaine mesure. Peut-être pas de façon significative, mais une certaine influence devrait se faire sentir.

## **#Pascal**

Pourquoi la Russie avait-elle autant d'actifs chez Euroclear ? Parce que, selon moi, je pensais que la Banque des règlements internationaux — la BRI à Bâle — était la banque des banques centrales. Je croyais qu'elle remplissait ce rôle consistant à s'assurer que les banques centrales puissent encore régler leurs dettes entre elles et que le système monétaire continue de fonctionner. Alors, pourquoi y avait-il autant d'argent sur ce compte Euroclear ? Est-ce simplement à cause du choix de l'Union européenne, ou d'une sorte d'étalon-or ?

## **#Dejan Šoškic**

Il y a essentiellement deux raisons. La première est que la structure du commerce de la Russie avec le reste du monde est telle qu'elle utilise l'euro dans de nombreuses transactions.

## **#Pascal**

Non seulement avec l'Union européenne, mais aussi avec les pays extérieurs qui acceptent les euros comme moyen de paiement.

## **#Dejan Šoškic**

Absolument. Peut-être aussi avec d'autres pays. Mais l'autre raison, c'est que, au cours des dernières décennies, les banques centrales ont choisi de détenir des titres. Et si vous voulez acheter des titres libellés en euros, alors évidemment, vous devez passer par Euroclear. C'est l'une des principales infrastructures de compensation et de dépôt, qui comprend également la banque Euroclear au sein du système, utilisée pour les règlements.

Normalement, la Banque centrale de Russie aurait un compte au sein du système de compensation — un compte dans le système dépositaire — où les titres seraient enregistrés sous la propriété de la banque centrale russe, mais elle disposerait également d'un compte auprès d'Euroclear Bank, où aurait lieu le règlement. Très bien, ce sont, disons, les méthodes standard pour gérer les titres faisant partie des réserves de change. Cela ne signifie pas que les banques centrales n'auraient pas

aussi des comptes en espèces et en titres ailleurs, mais la principale infrastructure de compensation et de règlement pour les titres libellés en euros est Euroclear — et, dans une certaine mesure, Clearstream — mais Euroclear reste la première.

## **#Pascal**

Au fait, avez-vous déjà vu ce système vous-même ? Dois-je l’imaginer un peu comme mon système de banque en ligne, où la banque centrale de Russie aurait accès à un portail en ligne et verrait 140 millions — ce qu’il y a en titres, en actifs — puis, d’accord, placer ceci ici et payer celui-là pour cela ? Dois-je l’imaginer comme ça ?

## **#Dejan Šoškic**

Non, en gros, ce sont des systèmes d’inscription en compte. Les écritures sont des montants d’argent enregistrés électroniquement que vous avez sur votre compte, ainsi que les titres que vous détenez dans votre dépositaire — comme dans un système de négociation. En substance, Euroclear accomplit une fonction similaire à celle d’un système de dépôt central de titres au niveau national dans la plupart des pays. Il faut un endroit où la propriété des titres est enregistrée, et cela se fait généralement par l’intermédiaire d’un acteur financier comme une société de courtage ou une banque. Dans le cas des banques centrales et d’Euroclear, je crois que la communication est directe.

Ainsi, la banque centrale peut disposer d’un sous-compte direct au sein du système de compensation — essentiellement Euroclear. Et d’un autre côté, elle peut avoir un compte au sein de la banque Euroclear. C’est donc ce que l’on a en pratique lorsqu’on traite des titres : soit on détient des titres, soit on détient de la trésorerie, qui provient de la vente ou de l’échéance de ces titres. La plupart des titres détenus par la Banque centrale de Russie sont arrivés à échéance au cours des dernières années, de sorte que l’argent a été transféré sur leur compte de trésorerie au sein de la banque de compensation.

## **#Pascal**

Alors, à l’échelle de ce qui se passe ici — disons, 140 milliards d’euros, ça semble être une somme énorme pour toi et moi. Mais, tu sais, le budget national suisse, la dernière fois que j’ai vérifié — bon, c’était il y a environ dix ans — tournait autour de 65 milliards d’euros, ou de francs suisses, ce qui correspondrait aujourd’hui à environ 70. Donc peut-être qu’en ce moment, le gouvernement suisse dépense autour de 80 milliards par an pour se financer. Alors, 140 milliards, c’est combien pour un État comme la Russie ? Est-ce un montant significatif, ou bien est-ce quelque chose qu’ils ont déjà plus ou moins rayé de leurs comptes depuis un moment, en se disant : « Bon, c’est perdu » ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, c'est une somme importante. Je veux dire, on ne peut pas la sous-estimer. Les chiffres qui circulent sont parfois encore plus élevés — 180, voire 200 milliards d'euros. Mais, vous savez, pour une économie d'environ 6,5 billions, cela représente tout de même quelques points de pourcentage de son PIB annuel. C'est donc clairement une somme considérable. Je suis sûr qu'une économie de cette taille peut s'en passer. Ce n'est pas vraiment la question. Mais c'est une question de principe, je dirais — une question de légalité, et de savoir si l'on soutient les piliers fondamentaux du système financier européen ou si on les fragilise avec ce genre de décisions. Et évidemment, à ce stade, on entend aussi parler de certaines manières dont tout le dispositif va être mis en œuvre.

Et c'est, pour le dire au minimum, très étrange. Par exemple, j'écoutais hier sur Deutsche Welle M. Hugo Dixon, présenté comme la personne ayant conçu tout ce dispositif financier. Et il n'est même pas citoyen de l'Union européenne — il est citoyen du Royaume-Uni — mais il n'est pas non plus juriste ni expert en finance. Il a étudié la philosophie, n'est-ce pas ? C'est un journaliste et un entrepreneur, et tout ce qu'on peut trouver sur internet ne le relie en rien à cette affaire. Ce qu'on dit maintenant, c'est que, puisque l'argent se trouve sur un compte à la banque Euroclear, la banque peut le geler mais, en même temps, utiliser cet argent pour accorder un prêt à l'Union européenne, qui accorderait ensuite un prêt à l'Ukraine.

Et ensuite, l'Ukraine ne serait tenue de rembourser ce prêt que si la Russie verse des réparations de guerre, et ainsi de suite. Je veux dire, tout le reste est, disons, parfaitement acceptable — l'Union européenne peut accorder un prêt à l'Ukraine si elle le souhaite. Et si les conditions de ce prêt stipulent qu'il n'est remboursable que si la Russie paie les réparations de guerre, il n'y a rien à redire. Mais le problème, c'est : comment obliger, disons, la banque Euroclear à accorder un prêt à l'Union européenne à partir de fonds déposés au nom de quelqu'un d'autre ? Je dirais donc que cela ne peut guère s'expliquer autrement que comme une confiscation des avoirs d'autrui et, en somme, comme des actions totalement contraires au contrat que l'on signe lorsqu'on ouvre un compte.

Lorsque vous ouvrez un compte dans une banque et que vous y déposez de l'argent, il existe, disons, certains critères et obligations bien connus des deux côtés. Et dans de tels contrats, il n'est jamais stipulé que l'argent sera gelé en raison d'une décision politique ou de quoi que ce soit de ce genre. C'est fondamentalement très, très difficile à comprendre — voir cela se produire dans un système financier — et je dirais que c'est préjudiciable à la confiance. Nous parlions, juste avant de commencer cet entretien, de la manière dont certaines choses sont imposées à travers des individus, et ainsi de suite.

Nous savons également que l'ancien Premier ministre du Canada a pris des mesures très, très problématiques avec le syndicat des camionneurs. Vous vous souvenez des grèves des camionneurs et du gel de leurs avoirs. Ces pratiques sont vraiment, fondamentalement mauvaises si nous voulons préserver la confiance et la stabilité du système financier. En plus de cela, elles alimentent en fait, comment dire, un discours complotiste selon lequel l'argent peut être utilisé contre un individu. Et ensuite, les gens recommencent à préférer l'argent liquide et deviennent, vous savez, méfiants à l'



égard des monnaies numériques et de ce genre de choses, tout cela parce que nous voyons que certains actes irresponsables sont commis.

Et je dirais que, sans réelle compétence dans le domaine de la finance, il est très facile de détruire la confiance dans le système financier, mais très difficile de la rétablir. Cette confiance et cette fiabilité sont essentielles au bon fonctionnement de l'intermédiation financière et du système financier dans son ensemble. Si l'on regarde en arrière, vers n'importe quelle crise financière — prenons par exemple celle de 2008 —, on constate qu'à chaque fois qu'une crise éclate, le système identifie évidemment certaines personnes ou certains processus responsables, mais il modifie aussi le cadre juridique afin d'éviter qu'une telle crise ne se reproduise. Cela se fait précisément parce qu'il est nécessaire de rétablir la confiance pour que le système puisse fonctionner. Une fois que l'on n'est plus capable de rétablir cette confiance, le système ne fonctionne plus correctement. Il supporte des coûts élevés liés aux transactions financières, et les effets positifs globaux sur l'économie sont moindres qu'ils ne pourraient l'être.

## **#Pascal**

Oui, parce qu'au bout du compte, les transactions financières relèvent de droits et d'obligations. L'État russe a le droit de transférer ces fonds à qui il veut. Et l'Union européenne a dit, en gros : non, nous changeons maintenant les règles du jeu — vous n'avez plus ce droit. Peut-être qu'on vous le rendra dans six mois. Mais à présent, ils ont rendu cette mesure permanente. Il ne s'agit pas de l'endroit où se trouve l'argent ; il s'agit de ce que la promesse représentait autrefois, de ce que vous pouvez en faire, et de ce que vous ne pouvez pas en faire. Ce que je ne comprends pas, d'un point de vue théorique, c'est pourquoi le dispositif qu'ils ont imaginé implique que ces fonds servent désormais à accorder un prêt, ou à garantir un prêt, que les Européens octroient à l'Ukraine.

Parce que, d'après ce que je comprends, surtout du point de vue comptable, dès qu'on accorde un prêt, on crée en même temps un actif. Il n'est pas nécessaire d'avoir physiquement les fonds disponibles quelque part pour pouvoir les prêter, car une fois que les Européens accordent un prêt, les Ukrainiens ont une dette à rembourser, n'est-ce pas ? Alors, quelle est l'idée d'utiliser cet argent ? Pourquoi cet argent est-il si important pour les Européens lorsqu'ils prêtent aux Ukrainiens et qu'ils ont le sentiment d'être dégagés de toute responsabilité ? Ce sont les Russes qui sont tenus de payer.

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, à mon avis, c'est parce qu'il n'y a pas de fonds disponibles au sein des États membres. L'alternative serait que tous les États membres contribuent à trouver cet argent afin d'étendre le prêt à l'Ukraine. Car, comme nous le savons, les budgets de la plupart des pays de l'Union européenne sont sous pression. Le niveau global de la dette par rapport au PIB est relativement élevé. Nous faisons également face à des coûts supplémentaires qui doivent être financés au sein de la zone euro, et l'un d'eux concerne évidemment la volonté de suivre les recommandations exprimées par Mario Draghi dans son rapport sur la compétitivité européenne.

L'autre question concerne ce débat sur le fait de savoir si les pays européens vont ou non augmenter leurs contributions au secteur de la défense jusqu'à 5 % du PIB. Ce sont des montants énormes qu'il faut financer. Et en période de récession, dans la plupart des pays — en particulier en Allemagne et dans quelques autres — la production économique ne progresse pas vraiment. Il n'est pas facile de trouver des sources de financement supplémentaires. Et ce à quoi vous faites référence, c'est, je suppose, la création de monnaie par l'activité des banques accordant des lignes de crédit.

En même temps, pour toute personne contractant une ligne de crédit, la banque crée en réalité un dépôt pour elle. Cela figure évidemment du côté des passifs, mais du côté des actifs, la banque crée un prêt. Il n'y a aucun problème à cela. Cependant, ce dépôt serait immédiatement dépensé pour acheter d'autres biens et services au nom de l'Ukraine. Chaque institution financière qui accorde un tel prêt, utilisé aussitôt, verrait en quelque sorte ce dépôt retiré. Chaque jour, la banque doit gérer l'ensemble de ses actifs et de ses passifs, et si elle ne dispose pas d'assez d'actifs, elle contracte, en fin de journée, un prêt auprès d'autres banques. Ce sont les fameuses facilités de prêt au jour le jour, utilisées pour équilibrer le bilan quotidien. Le matin, elle les rembourse, puis reprend ses opérations jusqu'à la fin de la journée.

Ainsi, la relation entre les actifs et les passifs doit être maintenue, même si chaque fois qu'un prêt est créé, un dépôt l'est également. Mais ce dépôt ne reste pas nécessairement longtemps sur place : il peut être utilisé pour effectuer des paiements. Par exemple, si l'Ukraine contracte directement le prêt, elle paiera très probablement ceux qui fabriquent les armes, et ainsi de suite. Il se peut que cette entité n'ait pas de dépôt dans cette banque en particulier.

Ainsi, les fonds sortiraient, et cela créerait évidemment une autre situation financière pour la banque, qui devrait être régularisée avant la fin de la journée de négociation. Donc, vous savez, ceux qui pensent que la création monétaire par les banques est quelque chose qu'elles peuvent faire sans aucune contrainte auraient du mal à expliquer pourquoi une banque ferait jamais faillite, n'est-ce pas ? Si elles pouvaient produire de l'argent sans aucune limite. Elles font donc partie du processus de création monétaire. L'argent est produit par la banque centrale à travers l'émission de ce qu'on appelle la base monétaire, mais les banques en sont aussi une partie très, très importante, en créant de la monnaie par leur activité de crédit.

Et en lien avec cela, lorsque nous revenons en arrière — beaucoup de gens se demandaient comment il se faisait que Ben Bernanke ait émis autant d'argent en 2008 sans qu'il y ait d'inflation aux États-Unis. C'était précisément parce que l'activité de prêt des banques avait diminué. La banque centrale devait donc intervenir et injecter une grande quantité de monnaie de base dans le système. Par conséquent, il n'y a pas eu d'inflation, malgré le fait qu'une énorme quantité d'argent ait été créée. Et dans la zone euro, depuis 2015 — vous vous souviendrez des années Draghi et de sa lutte avec certains pays pour savoir s'il fallait ou non recourir à l'assouplissement quantitatif —, finalement, à la fin de 2015, la BCE a elle aussi commencé une création monétaire à grande échelle,

souvent appelée politique monétaire extraordinaire ou assouplissement quantitatif, c'est-à-dire une production massive de liquidités.

## **#Pascal**

Penses-tu qu'en fin de compte—s'ils font tout un scandale à propos de ces 140 milliards—ils s'attendent à ce que cet argent ne soit pas remboursé ? C'est comme si cela provenait d'une simple ligne de crédit normale dans l'Union européenne : il serait évident que les banques, ou les institutions qui l'accordent, ne s'attendraient pas à le revoir. Avec l'Ukraine, les Européens comprennent plus ou moins que l'Ukraine ne rendra jamais cet argent, n'est-ce pas ? C'est pour cela que tu veux le garantir avec un autre actif, afin d'équilibrer leurs bilans, n'est-ce pas ? C'est bien de cela qu'il s'agit. Et tu fais cela avec un actif russe immobilisé—c'est bien l'idée ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, évidemment, pour un pays dans la situation actuelle de l'Ukraine, il est très difficile de rembourser un prêt. Nous ne connaissons pas l'ampleur des destructions ni la capacité du PIB ukrainien à moyen ou long terme, ni même s'il y aura une quelconque possibilité pour l'Ukraine de rembourser quoi que ce soit. À mon avis, c'est un pays qui ne devrait pas rembourser des prêts, mais plutôt recevoir des subventions et d'autres formes de soutien financier afin de se reconstruire autant que possible. Cependant, en ce qui concerne le dispositif actuellement discuté, on entend très souvent le terme « prêt garanti », ce qui signifie que les avoirs russes seraient utilisés comme garantie.

C'est une hypothèse très étrange, car, tout d'abord, cela reviendrait à dire que l'on peut utiliser les actifs de quelqu'un d'autre pour garantir un prêt accordé à un tiers, sans le consentement du véritable propriétaire de ces actifs. Si j'étais celui qui accorde un prêt censé être garanti par les actifs d'autrui, sans leur consentement, je ne ferais certainement pas un tel prêt — car comment pourrais-je compter sur la possibilité de saisir ces actifs contre la volonté de leur propriétaire légal ? Donc, une telle forme de garantie me paraît très improbable. Cependant, d'après ce que j'ai entendu en écoutant M. Hugo Dixon, qui se présente comme l'architecte de ce dispositif, il parle en réalité d'autre chose — le gel permanent qui a été instauré la semaine dernière par l'Union européenne. En pratique, un gel permanent, n'est-ce pas ?

Tout le monde doit voter pour qu'il soit révoqué. Donc ce gel pratiquement permanent va être utilisé, en quelque sorte, comme base pour employer cet argent afin d'accorder un prêt à l'Union européenne, qui pourra ensuite accorder un prêt à l'Ukraine. Et ce prêt ne sera remboursé que si les Russes versent des réparations de guerre à l'Ukraine. À mon avis, c'est—comment dire—difficilement quelque chose qu'on pourrait considérer comme une proposition sérieuse et solide. C'est, selon moi, une idée qui comporte en elle-même de nombreux problèmes conceptuels. C'est un instrument financier inhabituel—pour ne pas dire très inhabituel—et je dirais qu'il est juridiquement très contestable, avec des effets négatifs sur le système financier européen.

Et je ne suis pas surpris que nous ayons entendu non seulement le PDG d'Euroclear se montrer, disons, pour le moins réservé sur toute cette affaire, mais aussi la présidente de la BCE et le Premier ministre de la Belgique. C'est quelque chose qui peut sérieusement saper la confiance, mais aussi entraîner des litiges juridiques aux issues incertaines. Quiconque pense qu'il est facile de prévoir ce qu'un tribunal décidera sur cette question — je doute fort que ce soit une hypothèse réaliste. Il est tout à fait possible que, dans certaines juridictions, le résultat soit même favorable au propriétaire légal de ces actifs.

## **#Pascal**

L'Europe — l'Union européenne — est-elle le seul endroit où Euroclear pourrait actuellement se retrouver sur la sellette ? Car, en fin de compte, c'est Euroclear qui a fait des promesses aux Russes, n'est-ce pas ? À la banque centrale russe. Ce sont eux qui sont censés remplir leurs obligations, mais dans le cadre de ce dispositif, ils vont être incapables de le faire. Donc, l'Europe, l'UE, est-elle le seul lieu où des litiges juridiques pourraient survenir ? Ou bien les Russes pourraient-ils dire, par exemple, que la Malaisie entretient une relation commerciale avec Euroclear, et qu'ils pourraient saisir les tribunaux malaisiens pour dire : « Hé, nous avons des différends avec l'entité avec laquelle vous faites affaire » ? Est-ce une possibilité ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, c'est une façon de penser très intéressante, je dirais, et je n'exclurais pas cette possibilité. Évidemment, c'est une question juridique, mais ce que je sais, c'est qu'Euroclear a des succursales à Hong Kong, au Japon, à Singapour, et, vous savez, à Dubaï aussi, ainsi qu'à Pékin, quelques bureaux de représentation. Donc je ne suis pas sûr que cela constitue une base solide pour porter ce différend devant les tribunaux de ces juridictions. Mais je n'exclurais pas une telle possibilité. C'est évidemment une question juridique, et les juristes en sauraient davantage.

## **#Pascal**

D'accord. Oui, donc en gros, ce que nous voyons ici, c'est un autre exemple de la manière dont certaines forces politiques à l'intérieur de l'Occident démocratique parviennent à saper les processus qu'elles avaient pourtant assurés à tous comme étant inébranlables, n'est-ce pas ? Même pendant la Seconde Guerre mondiale, les avoirs d'État des adversaires étaient gelés, mais ils n'étaient pas expropriés. Parce qu'ici, on parle en réalité d'une sorte d'expropriation de second degré, même si on ne l'appelle pas ainsi. Ce qui est intéressant, cependant, c'est qu'ils ne vont pas jusque-là. Ils n'ont pas officiellement créé de directive ou de loi disant : « À partir de maintenant, ces 140 milliards appartiennent à l'UE. » Ils n'appartiennent simplement plus à leurs propriétaires. Pourquoi, selon toi, passent-ils par ce schéma étrange au lieu d'aller directement vers une bonne vieille expropriation ?

Je veux dire, ce que les Soviétiques ont fait avec de nombreux biens de citoyens privés dans les pays communistes. Je suis presque sûr qu'en Yougoslavie, il y a eu d'énormes expropriations quand les communistes sont arrivés au pouvoir. Pourquoi ne pas suivre cette voie ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, évidemment, ce serait embarrassant pour les pays occidentaux d'admettre officiellement qu'ils font une telle chose, je dirais. Ils essaient de présenter le processus d'une manière qui semble acceptable et peut-être résistante aux contestations juridiques. Cependant, à mon avis, la première étape de tout le dispositif, telle que décrite par M. Hugo Dixon et certains autres responsables, est très, très problématique. Comment convertir des actifs légalement détenus par une partie en une base permettant de donner ces actifs à quelqu'un d'autre ? Cela ne respecte pas le contrat fondamental du dépôt.

C'est fondamentalement contraire à la manière habituelle de commercer et de faire des affaires financières, et c'est quelque chose dont la banque elle-même pourrait être tenue responsable, mais aussi, dans une certaine mesure, le gouvernement belge. Je dirais qu'il existe plusieurs canaux par lesquels la responsabilité pourrait également incomber au niveau gouvernemental. Je suis en fait agréablement surpris, dans l'ensemble des discussions en cours, d'entendre des voix raisonnables venant du Premier ministre de Belgique. D'un côté, on veut aider l'Ukraine — il n'y a aucun problème avec cela. L'autre question est de savoir comment le faire, et si l'on ne sacrifie pas quelque chose de plus important pour le système financier européen qu'un prêt individuel. Je veux dire, comme vous l'avez dit, ce sont des fonds qui ne sont pas, disons, inaccessibles.

C'est impossible. Évidemment, lorsqu'on parle de milliards d'euros ou de dollars, ce sont de grosses sommes d'argent. Mais 100 milliards ou 200 milliards ne sont pas des montants impossibles, surtout pour l'Union européenne et les pays occidentaux. Cela aurait pu être réalisable, à mon avis, d'une meilleure manière. Et, vous savez, d'après ce que je suis de ces affaires, il aurait suffi — largement suffi — d'envoyer un message clair au gouvernement russe sur la position de l'Occident concernant la guerre en Ukraine en gelant les avoirs. Toutes les autres mesures prises, à mon sens, vont trop loin dans un territoire inconnu, avec de graves conséquences pour la stabilité du système financier européen.

## **#Pascal**

Si vous étiez encore le gouverneur de la Banque centrale de Serbie et que vous voyiez ce qui se passe — tout en réalisant que la Serbie entretient une relation difficile avec l'Union européenne — je veux dire, d'un côté, la Serbie veut adhérer, mais de l'autre, il y a toutes ces exigences et conditions, et on ne sait pas vraiment dans quelle direction les choses vont. Quelle serait votre décision rationnelle sur la marche à suivre, sachant que la Serbie détient une somme considérable d'argent

chez Euroclear ? Chercheriez-vous d'autres endroits pour faire la même chose ? Commenceriez-vous à envisager la Banque des règlements internationaux pour y transférer des fonds — quelque part en dehors de la juridiction des eurocrates ?

## **#Dejan Šoškić**

Eh bien, la BRI est évidemment une alternative intéressante. Elle dispose de certains instruments accessibles aux banques centrales pour leurs investissements. Mais nous devons aussi reconnaître la nouvelle réalité du monde, à savoir que les pays du monde entier achètent fréquemment de nombreuses choses de toutes sortes — y compris des technologies de pointe — à la Chine. La Chine joue un rôle immense sur la scène mondiale. Nous avons constaté que même les États-Unis ne peuvent pas se détacher complètement des importations et exportations chinoises, en particulier dans certains domaines. Par conséquent, de nouveaux instruments financiers libellés en monnaie chinoise sont désormais mis en place, et ils pourraient constituer un atout très attractif, surtout compte tenu de l'évolution de la structure du commerce extérieur de la plupart des pays. Si l'on observe ce qui se passe, par exemple, non seulement en Asie mais aussi en Afrique et même en Amérique latine...

Le plus grand partenaire commercial individuel est la Chine. Il est donc tout à fait logique de conserver des réserves de change libellées en actifs susceptibles d'être utilisés dans le cadre du commerce extérieur normal. Par conséquent, si la Chine s'engage davantage dans l'émission de certaines obligations et d'autres instruments libellés en RMB, je dirais que ce serait une alternative à analyser très sérieusement — dans une certaine mesure, non seulement pour la Serbie, mais pour tout pays — car la Chine est évidemment la puissance industrielle du monde aujourd'hui. Et nous avons tous tendance à... enfin, nous observons ce qui se passe avec l'énorme augmentation des ventes de voitures chinoises à l'échelle mondiale. Peut-être que l'Amérique fait exception, avec les énormes droits de douane qui ont été imposés, mais en Europe, on assiste à un afflux de nouvelles voitures, et les gens les achètent.

Ils ont tendance à être moins chers et de qualité correcte, et ainsi de suite. Donc, même des montants d'argent supplémentaires seront utilisés pour payer ces produits chinois. Et la Chine, qui est désormais l'une des principales économies mondiales, s'attend de plus en plus à être payée dans sa monnaie locale. C'est un élément que tous les petits pays devraient également prendre en compte lorsqu'ils décident quelles devises étrangères conserver en réserve, car la Chine pourrait ne plus être disposée à accepter des dollars, voire des euros, dans la même mesure qu'il y a cinq ou dix ans. S'adapter à ces nouvelles réalités est donc aussi quelque chose qui pourrait influencer la structure adéquate des réserves de change pour de nombreux petits pays, en particulier ceux qui commercent beaucoup avec la Chine.

## **#Pascal**

D'accord, donc peut-être que la Chine va tirer profit de toute cette affaire. Mais est-ce, en un sens, simplement la suite logique de la multipolarisation du monde — en gros, l'Occident est en train de démanteler une partie de son propre succès passé, à savoir son formidable système financier ? N'est-ce pas ? En somme, vous envoyez un signal disant que quiconque se brouille avec les eurocrates verra ses avoirs gelés. Il n'y a plus aucune garantie que la procédure régulière sera respectée.

## **#Dejan Šoškic**

Oui, et nous avons également observé certains actes de, disons, prise de décision politique — par exemple, de la part des États-Unis à l'égard du Brésil — qui sont, disons, fondés sur une relation personnelle qu'un pays entretient avec l'ancien président de cet autre pays, et des choses de ce genre. Je pense que l'ensemble de la sphère politique a vu son niveau de sérieux et de compétence décliner dans de nombreux domaines, et c'est un signal inquiétant pour le système mondial tel que nous le connaissons. Et je crois que quiconque occupe une position forte dans l'économie mondiale, dans le système financier mondial, et ainsi de suite, devrait être conscient du poids de cette position — c'est-à-dire agir selon des normes élevées et soutenir les valeurs du système sur lequel elle repose.

Les gens ont décidé d'échanger en dollars et ont accepté l'euro avec beaucoup d'enthousiasme en raison du respect des contrats, de la sécurité des dépôts et de l'État de droit dans les pays occidentaux — grâce à un système financier efficace, non biaisé envers quiconque, mais réellement accessible à toutes les parties et capable de les traiter de manière équitable. Ce sont, je dirais, des éléments très importants. Et, vous savez, la militarisation du système financier, je dirais, ne fonctionne que lorsqu'elle prend la forme d'une menace — lorsqu'il y a la menace d'utiliser le système financier. Mais dès que l'on commence à utiliser le système financier comme une arme, on sape en réalité sa valeur comme argument potentiel dans les différends mondiaux et face à ses adversaires internationaux, et ainsi de suite. Ainsi, l'utilisation d'un système financier comme arme constitue, à mon avis, le premier signe de la phase finale de la domination dans un tel système.

## **#Pascal**

Oui, oui. C'est aussi très embarrassant. C'est un peu comme les sanctions : on menace de faire quelque chose qui va nous blesser, voire nous tuer, puis on le fait vraiment, et bon, ça fait un peu mal, mais ça ne nous tue pas du tout. Ensuite, on a joué la carte, n'est-ce pas ? La carte est partie, et elle ne reviendra pas. Donc on perd de l'influence. Y a-t-il un autre aspect que je n'ai pas abordé et que tu penses que nous devrions garder à l'esprit quand nous réfléchissons à ce qui se passe avec ces actifs ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, vous savez, je pense que certaines des possibilités, disons, d'augmenter la liquidité du système financier — et notamment celle des pays de la zone euro — n'ont pas été explorées sous de nombreux aspects. Nous avons vu, par exemple, comment la Commission européenne et le FMI ont traité la crise grecque à la fin de 2009 et quelles facilités ont été utilisées à ce moment-là. Nous constatons que les options retenues étaient sous-optimales par rapport au problème à résoudre. À mon avis, c'est encore un cas où le bénéfice global est bien inférieur au coût potentiel négatif de la mise en œuvre d'une telle soi-disant solution. Je pense qu'il ne s'agit pas vraiment d'une solution. D'autres méthodes auraient pu être employées. La valeur totale de ce prêt est relativement faible comparée à l'ensemble du système financier de la zone euro et à la capacité de la Banque centrale européenne.

Il existe, disons, des options financières bien plus viables, à mon avis, qui auraient pu être explorées plutôt que d'emprunter la voie consistant à faire quelque chose pouvant être considéré comme la confiscation des actifs d'autrui. Je dirais donc qu'une approche plus créative et moins dramatique pourrait potentiellement produire des résultats bien plus favorables à la stabilité financière globale de la zone euro. Et je dirais aussi, à l'échelle mondiale, en faisant référence à ce qui se passe aux États-Unis, à l'instrumentalisation du dollar et à d'autres phénomènes de ce type. Je pense que ces mesures qui circulent et dont on discute ne sont, à mon sens, pas encore suffisamment mûres, même pour servir de document de travail — et certainement pas pour constituer une solution définitive aux problèmes auxquels nous sommes confrontés.

## **#Pascal**

Oui. Vous savez, il me semble que c'est un moment où le désir des Européens de punir la Russie — de lui nuire d'une manière ou d'une autre — est devenu plus important que la volonté d'aider réellement l'Ukraine. Ils auraient pu faire beaucoup d'autres choses, mais je pense que l'idée selon laquelle « il faut punir la Russie » a fini par dominer. Et comme pour les sanctions, je crois que cela se retournera probablement encore plus contre l'Union européenne que cela ne mettra à mal l'économie russe. Même si je ne peux pas lire dans leurs pensées — je ne peux pas savoir s'ils croient vraiment que cela fera autant de mal aux Russes —, c'est assurément un nouveau précédent, du moins pour l'Union européenne. Le message, en somme, c'est « ne leur faites plus confiance », n'est-ce pas ?

## **#Dejan Šoškic**

Eh bien, je suis certain qu'il faudra un certain temps avant que la confiance ne soit rétablie — à condition qu'aucune mesure similaire ne soit prise à nouveau. Cela ne se produira pas de sitôt, mais ce qui est fait, à mon avis, va clairement dans la mauvaise direction et produit plus d'effets négatifs que d'avantages ou de gains. Quant à punir l'agresseur et ainsi de suite, je dirais qu'il y a là une



logique qu'on ne peut vraiment contester. C'est une manière de penser juste, selon laquelle quiconque commet une quelconque agression devrait être puni. Mais nous ne vivons pas vraiment dans un monde où c'est toujours le cas.

Je viens d'un pays qui a subi les bombardements de 1999, qui ont eu lieu sans aucune résolution des Nations unies — en contradiction, en fait, avec la charte de l'OTAN elle-même. Cela a duré 78 jours, et nous n'avons reçu aucune réparation de quoi que ce soit, sans parler des autres pays. Tous ceux qui ont vécu une expérience similaire peuvent raconter leur version de l'histoire. Mais nous voyons bien que le monde ne fonctionne pas, disons, de manière impartiale ou fondée sur des principes. Et c'est quelque chose que les gens ont tendance à remarquer et à comprendre. Ce n'est pas un bon message à faire passer.

**#Pascal**

C'est un message très mal formulé. Dejan, merci beaucoup pour votre analyse. Pour les personnes qui souhaiteraient lire davantage de vos travaux ou de vos rapports — si vous en publiez — existe-t-il un endroit où vous diffusez vos écrits ?

**#Dejan Šoškić**

J'aurai bientôt, je l'espère, une page Substack, et je te l'enverrai ensuite. Si tu pouvais l'ajouter comme lien plus tard, je t'en serais très reconnaissant. Merci.

**#Pascal**

Je le ferai dès que je l'aurai reçu de votre part. Ce ne sera peut-être pas prêt au moment où la vidéo sera publiée, mais plus tard, ce sera dans la boîte de description ci-dessous. Professeur Dejan Šoškić, merci beaucoup pour votre temps aujourd'hui.

**#Dejan Šoškić**

Merci beaucoup. Merci.