

Lettre 31

Quels futurs pour le Système monétaire international, les banques centrales et les cryptomonnaies ?

« Le passé n'éclairant plus l'avenir, l'esprit marche dans les ténèbres » Tocqueville.

Indépendamment des conséquences politiques, sociologiques et économiques de la pandémie mondiale, ne faut-il pas s'interroger sur les conséquences monétaires de cette pandémie et le mot de Tocqueville en exergue vient rappeler les incertitudes qui entourent l'avenir ? Y a-t-il un essor à prévoir des cryptomonnaies privées ? Ne vont-elles pas être supplantées par des devises digitales nationales ? Que deviendra, enfin, dans la prochaine décennie le rôle clé du \$ dans le système monétaire international ? La question est ouverte pour deux raisons. L'une économique, l'autre monétaire. La première car, avec le rattrapage opéré par les pays émergents, Chine en tête, le poids économique relatif des Etats-Unis dans le monde régresse, la seconde car l'hégémonie du \$, comme devise de transaction, mais plus encore comme arme monétaire, utilisée pour des sanctions financières, a été renforcé, irritant de nombreuses pays impuissants, pas simplement l'Iran ou la Russie mais la Chine et l'Union Européenne.

Moindre domination économique mais domination monétaire accrue, il y a là les germes d'une évolution à venir.

L'apparition des devises digitales pourrait accélérer l'évolution, permettre d'éviter SWIFT, d'échapper aux fourches caudines de l'utilisation du principe d'exterritorialité et donc de contourner l'usage des sanctions, amendes ou interdiction de commercer.

On peut anticiper trois tendances : une évolution vers un système monétaire plus multipolaire avec un rôle accru dévolu à l'Euro, voire au DTS et à terme au Yuan ; à nouveau, un rôle accru pour les banques centrales avec le lancement de monnaies digitales et des actions en faveur de la finance verte ; des cryptomonnaies privées, concurrencées demain par les devises digitales publiques comme moyen de paiement et donc cantonnées à un rôle de diversification dans la sphère des placements.

Une évolution du système monétaire international ?

Depuis la fin de la convertibilité du dollar en Or en août 1971, le dollar est la seule devise des échanges internationaux et sert à plus des 2/3 des transactions internationales. Le dollar restera-t-il durablement au coeur du système monétaire international ? Une devise nationale peut-elle être un instrument de domination unilatérale avec l'application du principe d'extraterritorialité ? Pour y répondre, évaluons les alternatives.

L'Euro : Depuis, sa création en 1999, l'€ est la deuxième devise internationale. Il représente, selon les années, entre 22% et 27% des transactions internationales et 20 à 27% des réserves en devises dans le monde. La place de l'€ est loin derrière le \$, plus de 60%, mais loin devant le Yen, la £, le Yuan ou le Franc Suisse, aucune de ces devises ne représentant plus de 4% des transactions internationales.

Si l'€ est associé aux transactions commerciales des 19 pays de la zone Euro et à une vingtaine de pays voisins ou africains de facto indexés à l'Euro, les matières premières restent financées en \$.

Là où le rôle de l'€ est le plus manifeste, c'est comme monnaie de référence des obligations internationales émises par des pays hors zone Euro, 40% environ.

En résumé, s'il y a quelques années, certains ont pu avoir des doutes sur la pérennité de la zone Euro, aujourd'hui, l'ambition affichée par la Commission de promouvoir l'€ sur la scène internationale et l'adoption du plan de relance de €750 milliards mi-2020 ont fait taire les partisans d'une sortie de l'Euro.

Le DTS : Panier de devises, les droits de tirage spéciaux pourraient, dans un premier temps, être promus comme complément, voire à terme, comme substitut au \$ et jouer un rôle de devise multilatérale synthétique. Le Fonds monétaire international pourrait être reconnu comme un prêteur en dernier ressort. Une telle évolution supposerait l'acceptation par les pays occidentaux, aujourd'hui très majoritaires dans le processus de décision, d'une réforme du FMI en vue d'un développement du rôle des DTS, donc d'allocations de DTS par pays. Les pays émergents devraient pouvoir se financer en DTS et ne pas être obligés de s'endetter en \$. Leur exposition à des mouvements sur le \$, à des sorties de capitaux, serait ainsi moindre.

Les américains ont la clé car ils disposent d'une minorité de blocage dans les votes au FMI.

Le Yuan : Le Yuan n'est pas à ce jour une devise internationale car la devise n'est pas encore convertible et car les taux d'intérêts ne sont pas libres. Le marché obligataire est d'une taille importante mais reste dominé par les grandes banques locales donc n'offre pas encore une liquidité équivalente à celle des marchés occidentaux. En 2019, les investisseurs étrangers ne détenaient pas plus de 3% des obligations chinoises, attestant de l'absence d'internationalisation de ce marché. Le Yuan ne représente que 2% des réserves de change internationales, moins de 10% du poids de l'€.

A terme, l'intention des autorités de promouvoir le Yuan sur la scène internationale est manifeste et, le premier jalon fut, en 2016 l'inclusion du Yuan dans la composition du DTS, Droits de tirages spéciaux du FMI, avec une pondération de 10%.

En annonçant le lancement d'un Yuan électronique, la Banque centrale de Chine peut aider ceux qui n'ont pas accès aux services bancaires avec un accès simple et rapide. Elle peut plus aisément lutter contre la corruption. Elle peut également contourner les sanctions américaines contre des personnes, des entreprises ou des Etats en effectuant des transactions qui échappent au réseau Swift. Avec ce système, ce pourrait-être la fin du privilège d'extraterritorialité lié au \$ et constituer une opportunité susceptible d'accélérer l'usage international du Yuan.

La devise digitale est aussi un moyen de surveillance de la population car toutes les transactions sont identifiées. Tout le contraire du Bitcoin destiné à assurer l'anonymat. Également, une concurrence à WeChat et Alipay mais pour ces derniers, ce n'est qu'un service parmi d'autres.

Si **le \$** devait perdre son statut, ce que le général de Gaulle dénonçait au milieu des années 60 comme le « privilège exorbitant du \$ », cela signifierait l'abandon d'un système monétaire international permettant à une devise nationale d'être la devise internationale, autorisant les Etats-Unis à être sans cesse déficitaires dans leurs échanges extérieurs, dans leur balance des paiements courante, sans jamais avoir à se soucier de l'aggravation de leur dette ni de son règlement car, les autres pays, n'ont d'autre choix que d'accumuler du \$. Le Japon détient ainsi quelque \$1300 milliards de bons du Trésor américain et la Chine à peine moins. En fait, depuis les années 60, mais plus encore depuis la fin de la convertibilité du \$ en Or en 1971, les Etats-Unis ont pu, sans risque, consommer plus grâce à l'utilisation d'une partie des surplus d'épargne mondiale. Comme le disait aux européens John Bowden Connally, conseiller de Nixon, en 1971 « Le \$ est notre devise mais, c'est votre problème ». Autrement dit, peu importe pour

un américain une dépréciation du \$ car il est endetté en \$ et le préjudice est supporté par le détenteur étranger de créances en \$.

Une nouvelle extension du rôle dévolu aux banques centrales avec la monnaie digitale ?

Jusqu'à ce jour, la banque centrale d'un pays est dépositaire de la monnaie souveraine. Elle gère la dette publique qui a pour contre-valeur les actifs, la richesse du pays et les recettes fiscales. Gérer la dette publique, c'est maintenir la confiance des investisseurs internationaux, c'est éviter le défaut du pays, c'est tempérer les périodes de stress par des achats, c'est-à-dire par une monétisation afin d'éviter les tensions sur les taux.

Les banques centrales sont parfois critiquées mais on leur demande de faire toujours plus. Ne doit-on pas se féliciter de leurs interventions, tant en 2008 qu'en 2020, pour éviter ou résoudre deux crises potentiellement systémiques ? Doit-on s'inquiéter d'un glissement des banques centrales vers « la théorie monétaire moderne », avec des achats massifs de dette publique, un contrôle de la courbe des taux, des aides apportées au financement des entreprises et des taux d'intérêt négatifs ? Quoiqu'il en soit, sur le débat actuel d'une annulation éventuelle de la dette publique portée par les banques centrales, on ne peut que réitérer l'opposition à cette mesure, déjà évoquée dans une précédente Lettre.

Aujourd'hui, les pressions sur les banques centrales sont fortes pour les obliger à se préoccuper de l'urgence climatique, sous l'angle de la supervision comme sous l'angle des achats d'obligations d'entreprises sur le marché secondaire. Laisser les banques, sous la supervision de la banque centrale, octroyer des crédits sans discernement, n'est-ce pas subventionner la pollution ? N'est-ce pas ignorer le risque de réchauffement de la planète ? La banque centrale peut contraindre les banques à ajuster leurs politiques de crédit et adapter les « stress test » des banques aux exigences de l'ESG (normes environnement, sociales et gouvernance). De même, pour jouer leur partition dans cette lutte contre le réchauffement, les banques centrales peuvent être sélectives dans le rachat d'obligations d'entreprises, renoncer à acquérir des obligations de sociétés spécialisées dans les énergies fossiles et concentrer les achats sur les « obligations vertes ».

Mais, faut-il incriminer les banques centrales ou déplorer la faiblesse du politique ? Faut-il dénoncer la prépotence des banques centrales ou s'alarmer du vide politique ?

Quelle place pour les cryptomonnaies privées ?

Les banques centrales resteront-elles seules à assurer la liquidité des moyens de paiement et la finalité des transactions ? Y aura-t-il passage du système monétaire actuel, ancré dans la verticalité de la banque centrale vers les banques, à un système privé et décentralisé ? Peut-il y avoir disparition du monopole étatique d'émission monétaire et substitution d'un modèle décentralisé d'émission ? Telles sont les interrogations.

La création de la technologie du Blockchain, chaîne de blocs en traduction littérale, offre une authentification des transactions appelée minage, un enregistrement, une certification et une mise en mémoire, à l'aide d'ordinateurs, de toutes les transactions regroupées en blocs et reliées en chaînes par un système d'encrytage.

En d'autres termes, des ordinateurs dans le monde stockent les transactions dans un format chiffré, des « blocs » mais il n'y a pas d'organe centralisé de contrôle.

La séduction apparente des crypto monnaies, sans dépendance à une autorité centrale, c'est l'anonymat des transactions. C'est aussi la résultante d'une défiance envers l'Etat, la conséquence d'une forte dérive de l'endettement, la traduction de craintes devant l'émergence de bulles spéculatives, le sentiment que les taux d'intérêt ne reflètent plus la réalité du risque, une fuite devant une euphorie excessive,

3

l'anticipation d'un désastre ou d'un défaut, la peur d'un retour de l'inflation ou d'une dépréciation monétaire et la volonté de protéger un patrimoine.

Depuis la création du Bitcoin en 2009, les cryptomonnaies semblent acquérir un statut auprès des investisseurs et auprès de certaines entreprises. Dans un monde inondé de liquidités, la rareté, celle du Bitcoin limitée par l'offre, justifie aux yeux de certains une prime. Mais, plusieurs remarques s'imposent :

D'une part, la capitalisation de ces cryptomonnaies, \$2000 milliards, est encore modeste. On peut la comparer à la dette publique mondiale, environ \$100000 milliards, ou à la capitalisation des GAFAM, \$8000 milliards. Le bitcoin représente l'essentiel avec une valeur de marché de \$1100 milliards devant plus de 1000 cryptos monnaies dont la plus importante est Ethereum, 12%.

Point sensible, la détention du Bitcoin est concentrée puisque les 1000 premières adresses détiennent 28% de la valeur de ce marché.

Point important, à ce jour les crypto monnaies sont essentiellement des actifs spéculatifs car elles sont trop volatiles pour remplir les fonctions traditionnelles d'une monnaie, unité de compte, moyen de paiement et instrument de réserve de liquidités. Comme unité de compte, on ne sait pas gérer une devise dont l'offre est plafonnée. Tel est le cas du Bitcoin. Un maximum de 21 millions d'unités sont prévus, un peu plus de 18 sont en circulation et sur ce total, trois semblent perdus. Comme moyen de transaction, l'usage commercial aux Etats-Unis en novembre a été inférieur à \$300 millions, chiffre dérisoire en comparaison de la consommation annuelle aux Etats-Unis, environ \$15000 milliards. Frein à la généralisation des transactions en cryptos, le temps de validation, autour de dix minutes.

Plus problématique, la consommation énergétique, jusqu'à 800kWh quand une transaction Visa utilise moins de 2Wh. A ce jour, l'utilisation du bitcoin est faible, 150 millions de transactions/an contre 400 milliards pour les cartes de crédit, néanmoins le minage consomme déjà plus de 400TWh, presque l'équivalent de la consommation annuelle de la France, 500TWh. Plus de 50% des mineurs étant en Chine, ils recourent à de l'énergie fossile. Plus il y aura de mineurs, plus le calcul déployé augmentera, plus la facture énergétique sera onéreuse, plus négative sera l'empreinte énergétique.

Il y aura coexistence entre paiements traditionnels et paiements numériques car les grandes banques centrales vont l'organiser mais la coexistence éventuelle de monnaies publiques et monnaies privées est un autre enjeu. La concurrence, voire la substitution de moyens de paiement digitaux à la monnaie et aux cartes de crédit interviendra mais pas nécessairement avec les cryptos privées.

Basculer vers les crypto privées, ce serait interrompre un contrat de confiance, rompre un lien social car jusqu'à aujourd'hui, la monnaie est émise en contrepartie d'un crédit, elle est fiduciaire, acceptée par la société et la banque centrale, institution faîtière, prêteur en dernier ressort, apporte des liquidités et gère les soldes interbancaires. Si la monnaie est l'expression de la souveraineté des Etats, alors le Bitcoin et les autres cryptos ne sont pas des monnaies.

Mais les crypto monnaies parviendront-elles à offrir cette confiance ? Parviendront-elles à offrir une stabilité dans leur valeur à même de faciliter les transactions ? Sommes-nous disposés à accepter le risque de conversion ? N'y a-t-il pas un risque de fraude ?

Les cryptos privées devraient donc rester un instrument de placement spéculatif, pas un « hedge » à proprement parler, car, à l'instar de l'Or, on ne peut qualifier, quantifier, établir une symétrie entre le Bitcoin et un autre placement. La volatilité des cours est inhérente à l'étroitesse de ces marchés. La valeur relève d'un acte de foi mais non d'une analyse rationnelle comme elle peut être menée sur les actifs d'une société cotée.

Qu'en est-il des GAFAM ? Aujourd'hui Apple avec ApplePay, Alibaba avec Alipay offrent des cartes de crédit mais le règlement passe par les systèmes bancaires et ils proposent des crédits ou des placements mais en partenariats. Facebook, fort de ses 2.4 milliards d'utilisateurs et des données collectées sur ceux-ci, fort de ses économies d'échelle, voulait lancer « Libra », une monnaie numérique multidevises, une devise universelle dotée d'actifs de réserve constitués d'un panier de devises. Fin 2020, le projet Libra a été abandonné et Facebook travaille désormais sur « Diem », une monnaie numérique liée au \$. Mais, si cela aboutit, ne va-t-on pas craindre l'emprise des géants de la technologie s'appuyant sur des réseaux sociaux plus vastes que n'importe quel pays ? Doit-on accepter l'octroi à des sociétés privées d'un oligopole sur les moyens de paiement ? Oui, dans la mesure où le règlement de paiement assuré par Amazon ou Alipay sont in-fine garantis par les banques centrales. Pas nécessairement, s'il s'agit d'un paiement en cryptomonnaies, de l'utilisation d'une blockchain appuyée sur des ETF ou des jetons. Ces sociétés, dès lors qu'elles concurrencent les banques, ne doivent-elles pas être soumises à la même réglementation que celles-ci ? N'est-ce pas en partie le sens de l'intervention récente des autorités chinoises contre l'introduction en Bourse d'Alipay ?

Anticipons que les Etats reprendront le contrôle avec le lancement de devises digitales. En sus des politiques monétaires actuelles, cela offrirait une capacité d'action directe, une possibilité d'« hélicoptère monnaie », c'est-à-dire de crédit direct sur les comptes. Par rapport aux virements traditionnels, les avantages pour les utilisateurs, seraient de moindres coûts de transaction, une absence de taxation des dépôts comme aujourd'hui en Zone Euro et en Suisse, une plus grande rapidité. Par rapport aux cryptos actuelles, l'avantage serait une élimination de la volatilité et une traçabilité possible en cas de fraude. Les utilisateurs accepteraient-ils la disparition du paiement avec des liquidités ? Dans un premier temps, il y aurait substituabilité entre actifs liquides et actifs numériques, avec l'avantage de supprimer le méfait des intérêts négatifs sur l'Euro ou le Franc Suisse.

La question à trancher pour cette devise numérique nationale serait celle du lien direct ou indirect entre les utilisateurs et la banque centrale, en d'autres termes, le rôle des systèmes bancaires actuels. Ou bien, la devise numérique servirait seulement pour les règlements entre banques ou ce serait une monnaie à la disposition de chacun. Si les ménages devaient avoir un compte numérique directement à la banque centrale, alors cela induirait une évolution vers la désintermédiation des crédits. La classique courroie de transmission de la politique monétaire, les crédits font les dépôts, serait altérée et les banques commerciales en subiraient les conséquences sur leurs revenus d'intermédiation. La Banque Centrale devrait refinancer les banques pour compenser la réduction de capacité de crédit des banques provoquée par la transformation d'une partie des dépôts en monnaie digitale. La Banque centrale porterait aussi le risque de crédit, donc devrait être recapitalisée en cas de défaut.

Conclusion :

Les devises digitales émises par les Etats apporteront une solution aux 1.7 milliard qui, selon la Banque Mondiale, sont privées de comptes bancaires car une application sur un téléphone portable suffira.

Un des avantages majeurs des cryptomonnaies est la faiblesse des coups d'intermédiation mais, pour les cryptomonnaies privées, l'économie réalisée n'est rien à côté de la volatilité des cours et des freins semblent exister dans le développement :

On a souvent dit que l'étalon-or, sa production erratique face à des échanges commerciaux en croissance, était inadapté pour être la devise internationale. Qu'en serait-il d'une offre, comme celle du bitcoin limitée à 21 millions d'unités ?

Peut-on être en confiance s'il n'y a pas d'émetteur identifié, s'il n'y a pas une contrepartie, s'il n'y a pas un droit de propriété sur un actif ? La valeur d'une action en bourse est la contrepartie de la valeur d'une

société, de ses fonds propres, de ses actifs immatériels. La valeur d'une obligation publique est la contrepartie des richesses existantes d'un pays. Rien de tel pour une cryptomonnaie privée.

L'anonymat des transactions n'est-il pas une voie ouverte aux transactions illicites ?

Qu'en est-il de la supervision, de la réglementation des émetteurs, de la protection des utilisateurs, d'un risque de défaut ? Dans le système actuel des paiements, les banques centrales sont les prêteurs en dernier ressort mais il n'y a pas d'équivalent avec des cryptos privées. Si demain la Fed, la BCE, la Banque de Chine lancent une e-monnaie, le risque sera inexistant puisqu'il s'agira d'un système centralisé et il y aura moins de coûts qu'avec des transferts bancaires traditionnels. Mais qu'en est-il réellement avec le bitcoin et autres cryptos ?

Comment résoudre le problème de la volatilité pour faire de ces cryptos un moyen de paiement ?

Enfin, à l'heure où chacun se soucie du réchauffement climatique, on ne peut ignorer le coup énorme des transactions électroniques sur la consommation d'électricité dans le monde.

Arrêtons-là avec ces trois sujets fondamentaux mais délicats de l'évolution du système monétaire international, du rôle des banques centrales, de la place relative des futures monnaies digitales et des cryptomonnaies privées. Le but de cette Lettre était de soulever quelques questions et d'apporter des éléments de réponses à ces sujets neufs mais, soyons modestes et concluons avec *Chateaubriand*, «*Tout le monde regarde ce que je regarde mais personne ne voit ce que je vois* ».

Genève, le 9 avril 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.