Les transformations du monde #5

Philippe Waechter Chef Economiste

StableCoin
Une courte introduction

Le monde évolue très vite et les règles qui prévalaient ne s'appliquent plus. Les échanges internationaux sont bouleversés, les équilibres politiques interrogent puisque les alliances évoluent rapidement. La technologie change le quotidien et la trajectoire du monde.
Les monnaies sont au barycentre de ces disruptions. Elles vont évoluer rapidement, leurs champs vont changer. Cela a déjà commencé avec le StableCoin porté par les autorités américaines. Mais l'histoire ne s'arrêtera pas avec ce nouvel actif.

* * *

Le stablecoin est une cryptomonnaie dont la valeur de chaque jeton est adossée à une même valeur d'actifs de réserve. La valeur faciale de chaque jeton est donc celle de l'unité de compte des actifs de réserve. La parité sera de 1 pour 1 avec le dollar ou de 1 pour 1 avec l'euro, selon l'émetteur. C'est un actif qui est privé et qui n'est donc pas sous la garantie de la banque centrale

Une institution, une entreprise ou une banque émet des stablecoin (SC) et achète des actifs ayant les qualités pour servir de contrepartie.
C'est un marché en dollar à 99% et il y a deux grands opérateurs sur le marché US : Tether avec l'USDT dont la capitalisation est de 186 mds de dollars au 15 décembre et Circle avec l'USDC dont la capitalisation est de 78 mds de dollars.

C'est la contrepartie qui différencie les cryptomonnaies. Le stablecoin va être adossé à des actifs comme de la dette publique américaine alors que le bitcoin sera adossé à un algorithme qui en gèrera la rareté. Les deux actifs sont des cryptomonnaies mais n'ont pas le même support de référence. L'un est stable alors que l'autre est volatil.

Les deux types de crypto ne sont pas complètement dissociés. Plusieurs points

- ·Ces deux types de crypto utilisent une technologie similaire, la blockchain (voir encart).
- ·La technologie utilisée garantit une information complète sur les transactions, une vitesse d'exécution instantanée et un coût très réduit.
- ·Une raison du succès des stablecoins est d'être la monnaie de transaction des cryptos du type bitcoin. Cela réduit le risque d'exécution en entrant puis en sortant d'un bitcoin par exemple. Il était plus efficace d'aller sur un stablecoin que sur un dollar en raison des coûts et des délais associés. Dans un monde volatil, le stablecoin a bénéficié ainsi d'un avantage compétitif spectaculaire sur les institutions existantes.

Deux types de cryptomonnaies avec des caractéristiques différentes mais une complémentarité essentielle au sein de la blockchain pour être efficace

Philippe.waechter@ostrum.com
Mon blog - Ostrum.philippewaechter.com

Le développement des stablecoins s'est fait aussi en fonction des chocs sur l'économie dans des pays affectés par un taux d'inflation trop élevé. Cela a été le cas en Turquie par exemple. L'utilisation du stablecoin a permis pour les résidents des pays concernés de réduire le risque de dépréciation de leur monnaie et donc de perte de pouvoir d'achat.

Enfin, les transferts inter frontaliers se sont fortement accrus avec l'utilisation du SC. En 2025, ces transferts représentaient 1% de l'ensemble des flux mondiaux. C'est encore modeste mais, au regard des intentions américaines, cela devrait grimper rapidement.

Quels avantages à utiliser du stablecoin ?

Le mode de fonctionnement garantit une exécution instantanée dans toutes les régions du monde, la transaction est répertoriée de façon inaltérable et le coût est très réduit. Le SC prend de vitesse les modes de fonctionnement du système bancaire actuel.

La tokenisation des actifs financiers va rendre indispensable l'utilisation des SC. La tokenisation est le fait de découper chaque actif en jetons numériques inscrits sur la blockchain. Elle portera sur des actifs financiers mais cela peut aller aussi aux actifs immobiliers. L'utilisation du SC engendrera une forme de continuité sur toute la chaine financière. Cela évitera des ruptures durant les différentes étapes de l'opération, limitant ainsi les risques opérationnels.

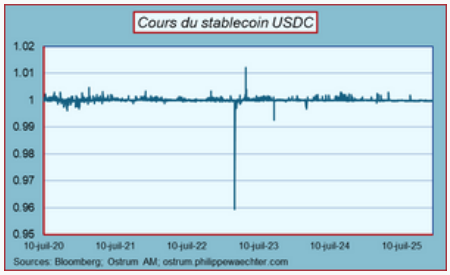
Pour l'Europe c'est une question majeure car le lien entre Euro numérique et tokenisation n'est pas spontané. Il n'existe pas avec l'Euro numérique de détail et pourra exister avec l'Euro numérique de gros qui est destiné aux institutions. Le calendrier pointe pour une mise en œuvre en 2029. C'est proche mais apparait lointain au regard du développement rapide des SC.

Le SC, la réglementation et la banque centrale

Pour l'instant, la taille du marché n'est problématique ni pour la gestion des émissions de monnaie pour la banque centrale, ni pour l'orientation de la politique monétaire.

Cela pourrait le devenir notamment aux USA compte tenu des attentes sur la taille du marché qui pourrait atteindre la taille de 4 000 mds de dollars en 2030 (estimation la plus haute).

Aux USA, le Genius Act insiste sur la qualité des contreparties lors des émissions de SC pour éviter les paniques. Il y avait eu une alerte lors de la faillite de la Silicon Valley Bank en mars 2023. Circle n'avait pas eu la capacité de tenir la parité de 1 de l'USDC entrainant une panique qui s'est rajouté à celle intrinsèque de la banque californienne.



Circle avait 3.3Mds de dollars de réserve de liquidités détenus chez Silicon Valley Bank. Ces réserves étaient une partie de la contrepartie nécessaire pour maintenir la parité 1-1 avec le dollar.
La panique bancaire sur SVB a empêché Circle de disposer de ses réserves, provoquant une panique sur le cours de l'USDC. Le stablecoin a besoin de confiance pour bien fonctionner.

Les actifs de références pour garantir la parité 1 pour 1 doivent être sûrs et liquides : on trouve le dollar US, les dépôts bancaires assurés, les bonds sur Trésor à court terme, les fonds monétaires sur actifs officiels ou les réserves à la Fed,
Les émetteurs de SC seront supervisés par leurs régulateurs habituels si ce sont des banques et pour les non-banques, la Fed ou une réglementation régionale si le montant est inférieur à 10 mds de dollars.
La discussion aux US porte sur la fragmentation de la réglementation selon le statut et la taille. Cela peut poser des problèmes si les contreparties sont mal gérées.

Philippe.waechter@ostrum.com
Mon blog - Ostrum.philippewaechter.com

En Europe, la réglementation est définie par le cadre juridique MiCA (Markets in Crypto-Assets Regulation). C'est un cadre plus vaste que le Genius Act américain. L'Europe choisit un ensemble de règles, des émissions aux services, pour les cryptomonnaies avec des exigences spécifiques pour les SC. Le Genius Act est plutôt concentré sur les SC.
L'Europe insiste sur la transparence des contreparties, des informations sur les risques et les coûts associés. Elle vise aussi à gérer les conflits d'intérêt et la meilleure exécution des opérations. L'Europe est plus exigeante que les Etats-Unis en matière d'informations et de transparence. Cela fait parti des discussions entre les deux régions.
Pour les banques européennes, les SC sont assimilés à des réserves ne donnant pas de statut particulier.

Les risques associés aux SC

Les risques sont généralement sous-évalués au démarrage du processus. Lors de la mise en place des produits structurés, les risques étaient mal listés et mal appréhendés. Ils sont apparus progressivement avec une forme de dévoiement du système.

- **Risque sur les réserves**
  - Qualité des actifs
  - Adéquation des durations actif/passif
  - Transparence des réserves
- **Risque de liquidités**
  - L'absence de banque centrale pose la question du prêteur en dernier ressort
  - Sensibilité aux chocs de marché
  - En cas de stress, la gestion des liquidités peut avoir un effet procycliques (Circle avec SVB)
- **Risque systémique**
  - Déstabilisation du marché monétaire qui affecte la liquidité de ce marché et donc les contreparties des SC
  - Contagion entre crypto et choc des marchés financiers.
  - Diffusion des SC dans le monde entier avec des effets de contagion si un problème se pose.
- **Risque de souveraineté**
  - Dollarisation des économies en raison du poids des SC en dollar
  - Erosion du rôle des monnaies locales
  - Dépendance à des acteurs prives non européens (pour l'Europe notamment)
- **Risque juridique**
  - Si risque d'interdiction
  - Question sur la responsabilité en cas de fraude ou de défaut
- **Risque technologique**
  - Faille dans les systèmes informatiques avec attaque cyber
  - Faille dans la construction des smart contracts
  - Dépendance à la blockchain
- **Risque de concentration et de gouvernance**
  - Rôle majeur et discrétionnaire de l'émetteur
  - Conflits d'intérêt
  - Absence de contrôle démocratique

Les SC et le dollar

Un objectif de l'administration américaine est de renforcer le statut mondial du dollar.
Le billet vert est, depuis 1944 et la signature des accords de Bretton Woods, un bien public international. La fragmentation du monde pourrait fragiliser cette emprise puisque des monnaies régionales pourraient émerger pour donner à chacune des régions une autonomie monétaire plus forte. C'est une volonté que l'on perçoit du côté de la BCE et sûrement de la Chine. Les Etats-Unis souhaitent contrer ce risque de dédollarisation en intervenant par d'autres moyens.

Avec les SC en dollar, les Etats-Unis veulent faciliter l'usage implicite du dollar soit pour les agents économiques des pays ayant une inflation élevée, soit pour les transferts d'argent. Une conséquence est la possible dollarisation de pays fragiles. Cela peut pour ses pays être une ressource à court terme mais leur cycle économique n'étant pas celui des Etats-Unis, c'est un risque fort à moyen terme. La période de dollarisation de la fin des années 90 a été un échec avec l'Argentine comme point d'orgue en 2001

Philippe.waechter@ostrum.com
Mon blog - Ostrum.philippewaechter.com

Les SC et la dette publique

Scott Bessent, le secrétaire d'Etat au Trésor US, fait clairement l'hypothèse que le développement des SC va doper la demande de dette américaine. Si les SC sont le prolongement de l'emprise internationale du dollar alors la demande supplémentaire de dette permettra aux USA de faire payer leur dette par des non-résidents.
La dette publique va augmenter de façon spectaculaire aux Etats-Unis. Selon les dernières estimations du Congressional Budget Office, la dette détenue par le public (en % du PIB) passerait de 100% en 2025 à 156% en 2055.
L'objectif de l'administration Trump est de faire payer au reste du monde la croissance américaine.
En développant le SC dans le monde entier, la dette sera en partie portée par les non-résidents allégeant d'autant le poids de l'ajustement pour les résidents américains.

Une question est celle du financement monétaire du déficit public. Si un investisseur via Tether par exemple achète 1 milliard de dette publique. Le Trésor encaisse le milliard et le dépense. Avec le SC, Tether va émettre 1 milliard de jetons d'une valeur de 1 dollar. Il y aura donc une multiplication des signes monétaires. Quel sera l'impact déstabilisant de cette liquidité supplémentaire ?

La réponse de l'Europe

La BCE veut miser sur l'Euro numérique. Elle veut traduire sous forme numérique ce qui est actuellement du cash soit des billets soit des pièces. Cet Euro numérique serait principalement destiné aux paiements de détail.

La BCE veut réaffirmer sa souveraineté monétaire face aux SC privés. En cela elle veut maintenir le rôle pivot de la monnaie publique. En portant l'Euro numérique, la BCE veut développer un cadre dans lequel les SC ne pourront pas s'inscrire. Pour l'instant la menace est très faible mais pourquoi ne pas imaginer un développement plus fin encore des SC visant les paiements au détail.

L'Euro numérique n'est pas une construction passant par la blockchain avec les avantages des cryptomonnaies quant à la vitesse des transactions ni le faible coût de celles ci.
Pour cela il faudra compléter l'Euro numérique par un Euro numérique de gros qui sera destiné aux institutions et qui pourrait s'inscrire dans la chaine de tokenisation des actifs financiers et non financiers.
Le calendrier est pour une échéance en 2029 pour l'Euro numérique de détail. Il est moins précis pour l'Euro numérique de gros.

Cela parait long au regard des moyens que souhaitent mettre les américains pour développer les SC et tokeniser les actifs. L'Europe ne peut pas prendre de retard sauf à prendre le risque de perdre le contrôle de ses actifs financiers.

Les SC et la géopolitique

Il y a ici deux dimensions au développement des SC.
Le premier est une réponse et un instrument construits par les américains face à une forme de remise en cause du dollar. C'est aussi de se donner dans un monde où les règles ont rapidement évolué, les capacités, pour les américains, de pourvoir imposer leurs propres règles.

On voit bien à la fois l'importance qu'a pu avoir le dollar depuis la fin de la seconde guerre mondiale dans la construction du monde, de la puissance économique et dans la distribution des échanges.
On voit aussi les divergences qui se profilent et qui pourraient fragiliser la position monétaire américaine sans préjuger de sa capacité à maintenir les positions existantes. Mettre en avant le SC c'est trouver le moyen de rendre le dollar encore puissant dans les coins les plus reculés du monde.
La réponse chinoise et européenne sur une simple monnaie numérique interroge.

L'autre dimension est une question monétaire très ancienne. Elle oppose une économie décentralisée avec des monnaies privées et concurrentes à une économie centralisée autour d'un Etat et d'une banque centrale et avec une monnaie de référence.

Philippe.waechter@ostrum.com
Mon blog - Ostrum.philippewaechter.com

Les pays occidentaux ont répondu par la centralisation jusqu'à présent quitte à favoriser l'indépendance de la banque centrale pour que celle ci gagne en souplesse d'intervention.
La rationalité derrière cela était la situation américaine notamment au 19ème siècle. A l'époque la Federal Reserve n'existait pas et les monnaies privées étaient concurrentes. Cela se traduisait alors par de nombreuses crises financières locales.
La crise forte de 1907 a incité à mettre en place une régulation qui a abouti à la création de la Federal Reserve en 1913.
Autrement dit, la Fed a été bâti pour compenser les effets de volatilité engendrée par la concurrence des monnaies privées. Les Etats-Unis sont peut être en train de faire machine arrière. Sur cet aspect il sera intéressant de voir la lettre de mission remise par Donald Trump au nouveau président de la Fed à partir de Mai 2026.
Les questions monétaires n'ont pas fini de nous occuper puisque demain a priori elles seront encore un instrument de pouvoir. Ce sera d'autant plus important que les monnaies pourraient se faire concurrence à l'échelle internationale oubliant pour un temps l'anti-loi de Gresham qui stipule qu'à l'échelle internationale la bonne monnaie chasse la mauvaise.
Le temps dira alors celle que sera la bonne et celles qui seront les mauvaises. Pour l'instant, le dollar, qui fait déjà la course en tête, marque des points avec les stablecoins.

Philippe.waechter@ostrum.com
Mon blog - Ostrum.philippewaechter.com

Encart

Qu'est ce qu'une cryptomonnaie ?

C'est une monnaie virtuelle et 100% numérique. Elle existe donc sous forme de code informatique.
Elle n'existe donc pas sous forme physique (billets ou pièces).
Elle est utilisée pour payer, transférer de la valeur ou pour investir.
Le terme crypto fait référence à la cryptographie (chiffrement) pour sécuriser les transactions et contrôler la création de nouvelles unités.

Comment cela fonctionne ?

Cette cryptomonnaie est décentralisée et n'est régulée ni par une banque centrale ni un gouvernement.
Elles ne sont donc pas une monnaie au sens classique. Mais ce peut être un moyen d'échange.
Le fonctionnement repose sur la **blockchain**. Celle-ci est comme un grand livre de comptes public et inaltérable. Toutes les transactions sont enregistrées dans des blocs liés les uns aux autres de manière sécurisée et chronologique. Une fois validée, une transaction ne peut être modifiée.

Les **smart contracts** sont des protocoles informatiques qui facilitent, vérifient et éxécute automatiquement les termes d'un contrat sans nécessiter l'intervention d'un tiers (banque par exemple).
Les instructions sont codées sous forme d'instructions conditionnelles (Si… ALORS…). Dès qu'une condition prédéfinie est remplie alors le contrat est éxécuté.

DeFi (Decentralized Finance) est un écosystème de services contruits sur la technologie de la Blockchain. Son objectif est de recréer les services financiers traditionnels de manière décentralisée et sans intermédiaires comme les banques ou les courtiers.
Son défi est effectivement d'apporter davantage de transparence dans les opérations financières.

Philippe.waechter@ostrum.com
Mon blog - Ostrum.philippewaechter.com

Mentions légales
Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.
Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.
Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management
Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.
Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.
Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.
En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.
Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.
En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.
En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.
Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.
Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.
La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.
Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.
Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.