

## Les sanctions du monde occidental contre la Russie - qu'est-ce que cela signifie ?

La guerre en Ukraine sera menée sur deux fronts : sur le terrain et dans le système financier, avec l'espoir qu'une économie paralysée pourrait déclencher un changement de régime en Russie (modèle stratégique de la guerre froide). Chez Axiom, nous n'avons aucune idée de ce qui se passe sur le terrain mais nous pouvons partager quelques informations sur les sanctions financières qui ont été annoncées et leurs conséquences.

Il y a eu deux séries importantes de sanctions effectivement décidées et une annoncée à l'avance :

- Les États-Unis et l'Union européenne ont pris des décisions juridiques concernant les entités russes.
- Un groupe de pays a préannoncé de nouvelles sanctions, concernant SWIFT et la banque centrale russe, samedi soir.

Nous examinons ces sanctions et leur impact éventuel.

### Les sanctions américaines

Les sanctions européennes et les sanctions américaines sont similaires dans leur esprit et leur effet juridique. De plus, nous pensons que les sanctions américaines ont beaucoup plus de poids que celles de l'UE. Nous nous concentrerons donc sur la décision américaine, qui peut être consultée à l'adresse suivante :

<https://content.govdelivery.com/accounts/USTREAS/bulletins/30c2a69?reqfrom=share&s=03>

Ces sanctions créent effectivement trois groupes :

- Les banques les plus sanctionnées sont placées sur la liste SDN et font l'objet de sanctions de blocage complet, ce qui signifie, sauf dans de rares circonstances, que toutes les transactions avec elles sont interdites. Cela s'applique à la VTB (la deuxième plus grande banque), à ses filiales détenues à 50 % (que la VTB a déjà commencé à céder) et à trois autres banques : Otkritie (celle qu'Unicredit envisageait d'acheter il y a un mois !), Novikom et Sovcom, qui ont des actifs combinés de 80 milliards de dollars.
- Le deuxième groupe se résume en fait à la Sberbank, la plus grande banque russe, qui a été plus ou moins expulsée du marché de l'USD : "L'OFAC demande à toutes les institutions financières américaines de fermer tout compte correspondant ou compte de passage de Sberbank et de rejeter toute transaction future impliquant Sberbank ou ses filiales d'institutions financières étrangères. Les paiements que Sberbank tente de traiter en dollars américains pour ses clients - avec des exemples allant de la technologie au transport - seront perturbés et rejetés une fois que le paiement atteindra une institution financière américaine." Il existe toujours des moyens de contourner ces règles, mais, comme le sait BNPP, cela est très risqué. Cela explique pourquoi les Chinois ont annoncé il y a quelques jours qu'ils allaient suspendre les lettres de crédit en USD pour les banques russes. En théorie, seules les transactions approuvées par l'OFAC peuvent être effectuées.
- Pour le dernier groupe, les personnes et les résidents américains sont interdits d'acheter de nouvelles dettes (avec une échéance de plus de 14 jours) et de nouvelles actions. Cette liste

comprend les banques précédentes, mais aussi Gazprombank, Russian Agricultural Bank, Gazprom, Gazprom Neft, Transneft, Alfa-Bank ou Credit Bank of Moscow.

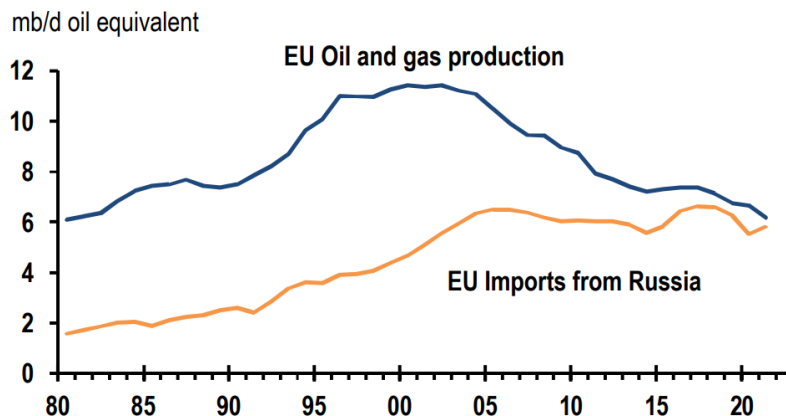
**Le fait que Gazprombank ait été épargnée par l'ensemble des sanctions montre clairement qu'il s'agissait de nuire au commerce russe, mais pas d'arrêter les transactions de matières premières.**

L'Occident peut-il aller plus loin et décréter un embargo sur le commerce avec la Russie ?

En définitive, en coupant totalement le système financier russe du système international, on arrêterait tout commerce (le troc n'est pas une option viable). Est-ce possible et avec quelles conséquences ?

Une composante importante - et souvent discutée - du commerce avec la Russie est le pétrole et le gaz. Tout d'abord, en ce qui concerne le gaz, l'Europe (et pas seulement l'UE) importe environ 400 milliards de mètres cubes (bcm) chaque année, dont un peu moins de la moitié est fournie par la Russie. Il n'est pas facile de remplacer cette source car i) la capacité d'importation de GNL est limitée (~240 milliards de mètres cubes) et se situe principalement en Espagne, ii) le marché du GNL n'est pas très important et iii) d'autres sources de gaz nécessitent de grandes infrastructures qui n'existent pas encore ou proviennent de régions qui suscitent également des préoccupations géopolitiques (Irak, Libye, Turkménistan, etc.) Cette faiblesse a été identifiée<sup>1</sup> depuis longtemps mais peu de mesures ont été prises pour y remédier. Des sources d'énergies alternatives pourraient également être utilisées. La demande de gaz de l'UE se répartit comme suit : 1/3 bâtiments, 1/3 industrie, 1/3 électricité. Dans chaque cas, il existe des alternatives, mais aucune n'est immédiatement disponible, toutes nécessitent des investissements ou l'utilisation d'énergies alternatives "sales", comme le charbon.

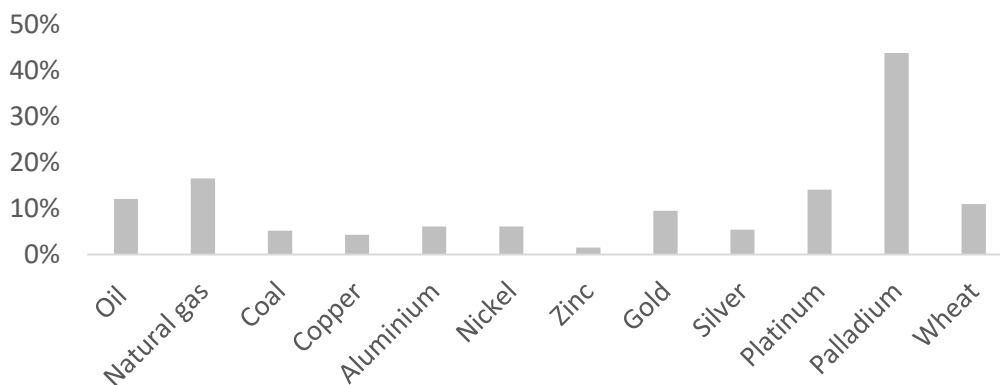
La situation est similaire lorsque l'on considère le pétrole et le gaz combinés, comme le montre ce graphique.



Un autre problème est que la douleur serait plutôt asymétrique. Tout d'abord, il est probable que la Russie serait en mesure de trouver d'autres acheteurs pour son pétrole et son gaz. Mais surtout, la raison pour laquelle la Russie a pu construire un "bilan forteresse" est simplement que le pétrole et le gaz ne représentent qu'une petite partie de l'équilibre de la Russie. La Russie n'a pas besoin de beaucoup d'importations et les exportations non énergétiques sont plus que suffisantes pour les couvrir : les importations de biens ne représentent que 16 % du PIB russe.

<sup>1</sup> Voir par exemple [https://ecfr.eu/article/commentary\\_europes\\_alternatives\\_to\\_russian\\_gas311666/](https://ecfr.eu/article/commentary_europes_alternatives_to_russian_gas311666/)

De plus, la Russie n'approvisionne pas seulement le monde en gaz : 86% des exportations russes sont des matières premières, 50% des exportations sont des hydrocarbures. De nombreux marchés de matières premières dépendent fortement de la Russie (par exemple, plus de 10 % de la production mondiale de platine, de palladium et de blé), comme le montre le graphique de la part de la Russie dans la production mondiale.



En fin de compte, un embargo sur les matières premières russes ferait beaucoup de mal à l'Occident et c'est probablement la raison pour laquelle certaines banques ont été épargnées par les sanctions.

## La prochaine vague de sanctions : l'Occident devient "nucléaire" ?

Dans un **très** mauvais choix de mots, d'autres sanctions ont été décrites dans le passé comme l'option nucléaire contre la Russie : couper le pays de SWIFT et geler les actifs de la banque centrale. Samedi soir, la Commission européenne, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni, le Canada et les États-Unis ont annoncé leur intention d'ajouter de nouvelles sanctions, en mentionnant spécifiquement SWIFT et la banque centrale russe. Nous examinons maintenant ce que celles-ci pourraient donner.

### Les sanctions de SWIFT

Tout d'abord, décrivons à nouveau ce qu'est SWIFT. SWIFT n'est pas un système de paiement, SWIFT n'est pas un système de compensation, SWIFT est un système de messagerie. D'une certaine manière, SWIFT est l'ancêtre des contrats intelligents de la crypto-monnaie: SWIFT fournit des codes pour décrire des transactions standardisées (par exemple, lettre de crédit, virement unique du client, etc.) ou des alertes et fournit également un mécanisme irrévocable crypté : une fois qu'une transaction a été "annoncée", elle ne peut pas être annulée. Environ 11 000 banques font partie du réseau, dont 291 membres russes, représentant 1,5% des flux globaux. La Russie se classe au 13e rang mondial pour l'ensemble des messages SWIFT et au 6e rang mondial pour les messages de paiement (pour une valeur totale de 800 milliards de dollars par an).

Il convient également de souligner que SWIFT est essentiellement un système international. Il affecte à peine les paiements nationaux. En fait, lorsque SWIFT a refusé d'interdire la Russie en 2014, Visa et MasterCard ont adopté une approche différente et ont effectivement interdit les transactions par carte pour les clients de certaines banques russes, raison pour laquelle un nouveau système de paiement électronique (Mir) a été développé en Russie et lancé en 2017.

La nature de SWIFT signifie que le fait de couper une banque ou un pays de SWIFT rend les paiements internationaux plus lourds, plus complexes. Cela ne les rend pas impossibles ou illégaux. En fait, on pourrait faire valoir que le fait de bannir la Russie de SWIFT donne à l'opinion publique l'impression que toutes les transactions avec la Russie sont interdites, tout en permettant aux transactions cruciales de passer (notamment sur les marchés des matières premières.) Si aucun autre système de messagerie n'est disponible, les banques peuvent toujours s'appuyer sur le télex, le fax ou d'autres moyens légaux pour rendre les transactions irrévocables (ce qui compte vraiment). Toutefois, un pays non préparé à une interdiction de SWIFT serait confronté à de lourdes conséquences : L'Iran a été coupé de SWIFT en 2018 et a perdu 50 % de ses recettes d'exportation de pétrole. Le commerce extérieur a baissé de 30 %. Évidemment, de nombreux facteurs sont entrés en jeu, et pas seulement une interdiction de SWIFT, mais il est clair que les conséquences peuvent être dévastatrices, surtout à court terme, avant que des moyens de paiement alternatifs ne soient trouvés.

La principale différence entre la Russie et l'Iran, c'est que la Russie essaie de s'y préparer depuis 2014. Le système de messagerie russe (SPFS) a été lancé en 2014. Il n'est pas aussi efficace que SWIFT (il ne fonctionne que les jours de semaine, par exemple), mais il n'est pas limité aux banques russes. Des efforts ont été faits pour inclure le système SEPAM de l'Iran (sans surprise) et des transactions non libellées en dollars ont également été effectuées avec des banques en Chine ou au Venezuela. Fin 2020, 23 banques étrangères se sont connectées au PSSA, en provenance d'Arménie, de Biélorussie, d'Allemagne, du Kazakhstan, du Kirghizistan et de Suisse. En pratique, le PSSA n'est pas un système très efficace, avec une documentation juridique extrêmement lourde, et ne remplacera pas SWIFT. Néanmoins, dans des circonstances très spécifiques, il peut être utilisé comme substitut de SWIFT : une banque utilisant les deux systèmes (SWIFT et PSSA) pourrait servir d'intermédiaire pour organiser des paiements de la Russie vers n'importe où ailleurs. Cette approche est très similaire à celle qui est parfois utilisée pour effectuer des transactions autorisées en USD avec une banque sanctionnée (il s'agit d'une configuration suggérée par le Trésor américain lui-même, voir : <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/faqs/978>).

**Payment from third-country originator**

**Authorized** payment from third-country originator to beneficiary with an account at a sanctioned institution:



**Prohibited** payment from third-country originator to beneficiary with an account at a sanctioned institution:



**Payment from U.S. originator**

**Authorized** payment from U.S. originator to beneficiary with an account at a sanctioned institution:



**Prohibited** payment from U.S. originator to beneficiary with an account at a sanctioned institution:



Il existe une autre différence majeure entre ce qui s'est passé en Iran et ce qui est suggéré pour la Russie dans la déclaration conjointe ci-dessus : la déclaration dit explicitement que "seules certaines banques russes sont retirées du système de messagerie SWIFT." La liste de ces banques n'est pas encore connue, mais le gouvernement allemand a déclaré qu'elle inclurait la banque sanctionnée - vraisemblablement le premier groupe de banques mentionné ci-dessus, à l'exclusion de Gazprombank, le statut de Sberbank restant flou. Étant donné que près de 90 % du commerce mondial se fait en USD de toute façon, et que la Sberbank n'est pas autorisée à avoir des correspondants bancaires en USD, l'ajout de la Sberbank à la liste ne changerait pas grand-chose. Dans la pratique, nous avons du mal à voir comment cette "interdiction choisie" serait très efficace : toute banque russe pourrait utiliser la PSSA pour effectuer des transactions avec une banque russe qui est toujours sur SWIFT et cette deuxième banque effectuerait des transactions avec la banque étrangère. Cela pourrait augmenter massivement la charge opérationnelle des banques russes de SWIFT, mais rien qui ne puisse être géré.

Par conséquent, en examinant la déclaration sur SWIFT, nous avons la même impression que celle que nous avons eue en examinant la première série de sanctions : cela rendra le commerce plus difficile, cela nuira au PIB russe, mais cela n'empêchera pas le commerce international avec la Russie, en particulier sur le marché des matières premières.

### Sanctions contre la banque centrale

Les sanctions contre la banque centrale russe sont une toute autre histoire. Le texte exact de la déclaration se lit comme suit : "Deuxièmement, nous nous engageons à imposer des mesures restrictives qui empêcheront la banque centrale russe de déployer ses réserves internationales d'une manière qui compromette l'impact de nos sanctions."

C'est à la fois très subtil et extrêmement agressif. Subtil, parce que "des mesures restrictives qui empêcheront la Banque centrale russe de déployer ses réserves internationales" pourraient signifier beaucoup de choses différentes, y compris simplement interdire aux banques, aux négociants, aux courtiers de commercer avec la CBR. Mais cela pourrait aussi signifier le gel ou la saisie de ces réserves de devises, une décision très grave puisque, comme le dit le Pr. Wuerth : "Le droit international coutumier exige que les États du forum accordent une immunité d'exécution pour les réserves monétaires des banques centrales étrangères, et on peut soutenir qu'il exige une immunité d'exécution quasi absolue pour tous les actifs des banques centrales."

Le seul indice que nous ayons sur la marche à suivre exacte est un tweet plutôt énigmatique du responsable de la communication de la Bundesbank allemande, qui se lit comme suit : "S'il y avait des dépôts à la Bundesbank, ils sont gelés maintenant. C'est ce qui a été décidé. Et la décision a été soutenue de manière décisive par le président de la Bundesbank."

Il y a eu des précédents de gel d'avoirs de banques centrales, bien sûr, mais dans des cadres juridiques très stricts. Des exceptions existent dans le droit international et dans le droit américain<sup>2</sup>, par exemple si les actifs de la banque centrale sont utilisés à des fins commerciales ou ont été acquis de manière illicite. Une exception notable est celle des gouvernements illégitimes : la BOE détient 1 milliard de dollars d'or de la banque centrale vénézuélienne et les tribunaux anglais ont confirmé cette détention au motif que le gouvernement vénézuélien est illégitime. Un cas similaire peut être fait pour le gel des réserves de la banque centrale afghane après la victoire des Talibans. Un cas plus pertinent, à notre avis, est celui de l'Iran : des actifs ont été saisis auprès de la banque nationale iranienne, la Bank Markazi, pour indemniser les victimes d'un attentat-suicide à la bombe perpétré en 1983 contre une

---

<sup>2</sup> 28 U.S. Code § 1605

base du corps des Marines à Beyrouth. Dans l'affaire Bank Markazi v. Peterson, la Cour suprême des États-Unis s'est prononcée contre la banque centrale iranienne et l'Iran a porté plainte devant la Cour internationale de justice pour obtenir le déblocage de près de 2 milliards de dollars d'avoirs détenus aux États-Unis. De nombreux juristes soutiennent que, si les actifs sont considérés comme des réserves de change, l'Iran pourrait gagner ce procès.

Ces considérations juridiques ont peu d'impact pratique - les États-Unis, l'UE, etc. peuvent geler les avoirs de la CBR, et il faudra des années pour que toute affaire judiciaire soit réglée. Elles ont, en revanche, deux impacts politiques très importants :

- Une décision claire de geler les avoirs de manière illégale (au regard du droit international) pourrait être considérée comme une mesure extrêmement agressive pour la Russie et déclencher des représailles allant bien au-delà de ce que déclencheraient les sanctions des banques/SWIFT.
- À plus long terme, cela pourrait soulever des questions concernant la stabilité du cadre des réserves monétaires mondiales. Certains pays pourraient estimer que le risque de posséder des réserves à l'étranger est trop élevé si les États-Unis ou l'UE peuvent les geler du jour au lendemain. La Chine plaidera bien sûr en faveur d'une plus grande diversification monétaire du commerce mondial... et les défenseurs de la crypto-monnaie expliqueront que le bitcoin résout ce problème !

Quel serait l'effet d'un gel des réserves de la CBR ? Ces réserves ont été constituées au cours des dernières années dans le cadre de la stratégie de " bilan forteresse " de la Russie, après l'annexion de la Crimée par la Russie en 2014. Les réserves internationales s'élèvent à 630 mds\$, dont 132 mds\$ d'or, 468 mds\$ de réserves de change, qui incluent les DTS (24 mds\$). La répartition exacte n'est pas connue, mais il est rapporté que la part du Yuan n'a cessé d'augmenter au fil du temps, pour atteindre près de 90bn\$.

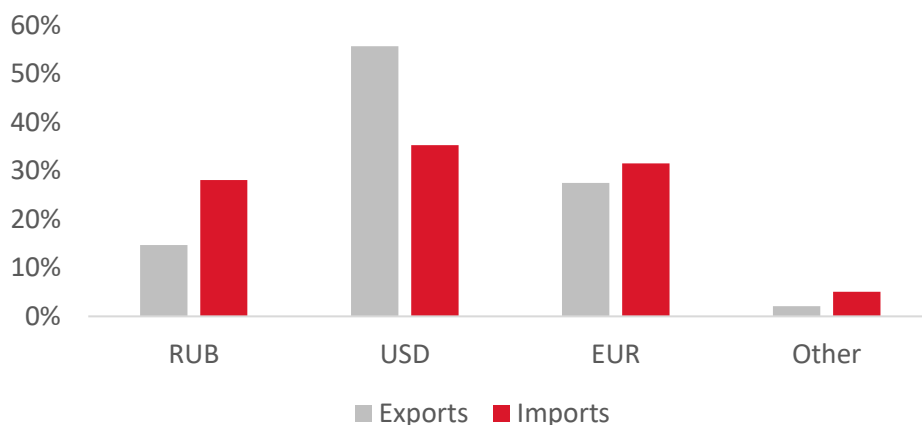
Où sont situées ces réserves ? La CBR a déclaré en janvier que 94,66 milliards de dollars étaient détenus dans "d'autres banques centrales nationales, la BRI et le FMI". Il y a aussi 50 milliards de dollars déposés dans des banques commerciales - mais on ne sait pas lesquelles. On sait de sources fiables que la BCE et de nombreuses autres banques de l'Eurosystème ne détiennent pas de réserves russes, et il est peu probable que la BOE en détienne. Toutefois, une analyse statistique des variations mensuelles du passif des dépôts de la Bundesbank et des actifs des dépôts de la CBR suggère que la Bundesbank est susceptible d'en détenir<sup>3</sup> (voir également le tweet mentionné ci-dessus).

Geler ces réserves, ou empêcher la CBR de les utiliser, aurait des conséquences importantes pour l'économie russe, car cela l'empêcherait de stabiliser le rouble. La théorie économique suggère que les conséquences sont l'inflation, la perte de PIB et la dollarisation parallèle de l'économie. Cependant, il faut aussi se garder de la tentation d'exagérer l'impact, pour plusieurs raisons :

- Il y a une raison pour laquelle la CBR a tant de réserves. Comme le montre le graphique ci-dessous, la balance commerciale génère des excédents en devises fortes pour la Russie qui n'a pas besoin d'acheter des USD ou des EUR.

---

<sup>3</sup> <https://twitter.com/GeneralTheorist/status/1497621222032564234?t=GZWcmaGko8OGtwhT3bHX6g&s=03>



- Avec les sanctions actuelles, il est peu probable que la Russie soit confrontée à un flux de capitaux, car l'argent russe n'a pratiquement nulle part où aller !
- Une fraction substantielle des réserves de la Russie reste en place et, éventuellement, pourrait être utilisée avec d'autres pays comme la Chine, l'Inde, etc. Les réserves à la BRI restent (en théorie) à l'abri du gel en vertu de l'article 55 des statuts de la BRI.

## Conclusion

Quelle est la conclusion générale de tout ceci ? Il est clair que la Russie sera sévèrement touchée par ces sanctions financières. Mais finalement il y a une limite à ce que peut faire l'ingénierie financière. Tant que la Russie sera autorisée à exporter ses ressources massives, elle disposera de devises fortes et ses banques seront connectées au secteur financier mondial. Le PIB chutera, mais les banques russes n'imploreront pas, les paiements internationaux continueront à s'effectuer et il est peu probable que des fuites de capitaux importantes se produisent (parce qu'elles ne seront pas autorisées d'un côté comme de l'autre).

Nous sommes plus préoccupés par le gel des actifs des banques centrales, en raison des ramifications politiques à court terme (la Russie ripostera probablement en gelant tous les actifs occidentaux en Russie), et des conséquences juridiques à long terme (rôle croissant de la Chine et d'autres alternatives).



## Jérôme Legras

*Directeur de la recherche*

Jérôme a travaillé 12 ans à la Société Générale en tant que Responsable adjoint de l'activité « Structured Capital Finance ». Il a travaillé auparavant au CCF (puis HSBC France) comme ingénieur financier au sein de la Direction de la Recherche et de l'Innovation, principalement sur la mesure quantitative du risque et la valorisation de produits dérivés. Il a rejoint Axiom Alternative Investments en janvier 2013.

Jérôme est diplômé de l'École Polytechnique (X93) et de l'ENSEA

## Avertissement

Ce document est établi par Axiom Alternative Investments. Il est réservé uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers 2014/65/UE, agissant pour compte propre ou agissant pour compte de tiers dans la mesure où les décisions d'investissements relèvent de leur propre discrétion.

Axiom Alternative Investments est une société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°GP-06000039.

Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une quelconque valeur contractuelle. Toute souscription devra être effectuée après avoir pris connaissance du prospectus de l'OPCVM, disponible sur simple demande auprès d'Axiom Alternative Investments.

Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription de ce produit. Toutefois en cas de souscription, l'investisseur doit obligatoirement consulter le prospectus de l'OPCVM afin de prendre connaissance de manière exacte des risques encourus notamment le risque de perte en capital et le cas échéant, le risque de liquidité des actifs sous-jacents. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction.

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée sont interdites sans l'autorisation préalable de Axiom Alternative Investments.