



 NEXIASEARCH

nexia  
CONSULTING

# Crypto-actifs : GSC, politique monétaire, stabilité financière

Léo SCHENK

# TABLE DES MATIÈRES

Introduction

3

Présentation générale sur les stablecoins

4

Description des global stablecoins (GSC) et MNBC

5

Impact sur la politique monétaire

6

Impact sur la stabilité financière

8

Conclusion

9

Sources

10

# INTRODUCTION



Les monnaies stables ont connu un essor considérable au cours de l'année écoulée, constituant une possible innovation de rupture dans l'avenir des paiements. Cette note a été produite dans le but de présenter les conséquences des monnaies numériques de banque centrale sur les politiques monétaires et la stabilité financière. Celle-ci est la troisième d'une succession de notes portant sur différents sujets innovants liés à la digitalisation de la monnaie, des risques associés ainsi qu'à leur gestion.

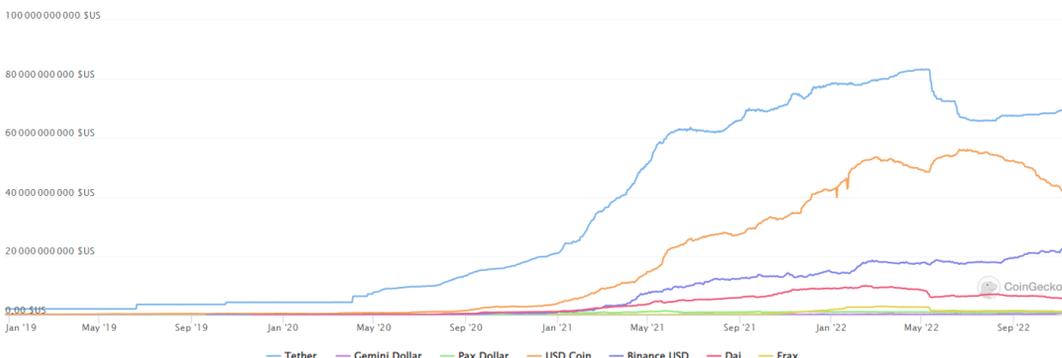
Nous nous focaliserons dans un premier temps sur les GSC ou stablecoins mondiaux/global stablecoins. En revanche, nous ne présenterons pas les MNBC (monnaie numérique de banque centrale) déjà abordées dans la note précédente. Ensuite, nous présenterons les conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière des GSC et MNBC.

# Présentation générale sur les stablecoins

Les stablecoins sont des monnaies numériques dont le fonctionnement repose sur des technologies de registres distribués (DLT), généralement des blockchains, associées à une valeur de référence. La majorité des stablecoins en circulation ont pour référence le dollar américain, mais les stablecoins peuvent également être référencés par rapport à d'autres monnaies fiduciaires, à des paniers de monnaies, à d'autres crypto-actifs ou à des matières premières comme l'or. Les stablecoins servent de réserve de valeur et de moyen d'échange sur les DLT, qui permettent aux stablecoins d'être échangés ou intégrés à d'autres actifs numériques.

Les stablecoins diffèrent de l'argent « traditionnel », tels que les devises sur les comptes de dépôt bancaire, de deux façons principales. Premièrement, les stablecoins profitent des propriétés du DLT : sécurité, transactions quasi-instantanée 24 heures sur 24, 7 jours sur 7 et 365 jours par an. Deuxièmement, les monnaies stables sont généralement construites sur des normes DLT qui sont programmables et permettent la composabilité des services. Dans ce contexte, la « composabilité » signifie que les monnaies stables peuvent fonctionner comme des blocs de construction autonomes qui interagissent avec des smart contracts ou contrats intelligents (contrats programmables auto-exécutables) pour créer des systèmes de paiements et d'autres services financiers. Ces deux caractéristiques essentielles sous-tendent les cas d'utilisation actuels des stablecoins et soutiennent l'innovation dans les secteurs financier et non financier.

L'utilisation de stablecoins enregistrés sur des blockchains publiques telles qu'Ethereum, Binance Smart Chain ou Polygon a bondi depuis 2020. À la fin du mois d'octobre 2022, l'offre en circulation des plus grands stablecoins publics rattachées à l'USD s'élevait à près de 142 milliards de dollars (somme de l'offre en circulation des stablecoins du graphique suivant). Dans le graphique ci-dessous (source coingecko), nous montrons que la croissance de l'offre en circulation de stablecoins publics a été particulièrement forte au début de 2021, avec une moyenne d'environ 30 % en glissement mensuel pour les cinq premiers mois de l'année.



# Description des global stablecoins (GSC) et MNBC

Un panorama des stablecoins a été réalisé dans la note 2 intitulée « Crypto-actifs et monnaies numériques : quels accomplissements, quelles tendances, quelle vision pour 2022 ». Seuls les GSC n'ont pas été abordés.

Nous nous focalisons maintenant sur les GSC et MNBC en raison de leur impact potentiel sur la politique monétaire et la stabilité financière. Les trois projets les plus connus de GSC (deux de gros et un de détail) sont :

- ❖ L'Utility Settlement Coin (USC), porté par un groupement de banques et investisseurs institutionnels (Fnality) et JPMCoin, porté par la banque JPMorgan. L'USC serait émis dans différentes devises de références \$, €, £, ...) et entièrement gagé par des réserves. Il s'agirait donc d'un stablecoin 100% réserves. Un avancement majeur a été franchi en avril 2021 avec l'accord de la BoE (Bank of England) pour l'ouverture d'un compte omnibus qui permettrait des règlements transfrontaliers instantanés tous les jours à n'importe quelle heure (24h x 365j). JPMCoin a un objectif similaire mais serait disponible seulement en référence dollar et gagé par des dépôts auprès de JPMorgan Bank. JPMorgan et ses clients peuvent utiliser le JPM Coin pour des transactions telles que les règlements intrajournaliers de pensions et pour gérer la liquidité interne.
- ❖ Le Libra, porté notamment par Facebook et renommé Diem depuis décembre 2020 serait disponible seulement sous la référence dollar pour commencer. L'émission serait effectuée par l'Association Diem qui validerait aussi les transactions. La distribution serait quant à elle gérée par l'intermédiaire de prestataires de services sur actifs numériques (en France, elles se regroupent sous le nom PSAN).

Ces monnaies stables privées, garanties par des réserves, sont comparables, d'un point de vue fonctionnel et économique, aux produits proposés par certains systèmes de service de paiement en ligne. Par exemple, Paypal et Venmo (une filiale de Paypal) permettent aux utilisateurs d'effectuer des transferts et des paiements quasi instantanés au sein de leur réseau, et les soldes détenus dans ces entreprises sont garantis de la même manière qu'un stablecoin garanti par une réserve. La principale différence réside dans l'utilisation de bases de données centralisées plutôt que d'une DLT autorisée.

En outre, les avantages comparatifs des GSC sont de plusieurs formes. Parmi eux, en ce qui concerne les GSC de gros, on peut citer l'économie de liquidité et de capital (transactions plus rapides par exemple au niveau des virements bancaires entre banques qui peuvent prendre plusieurs jours contre quelques minutes en passant par la blockchain) et le soutien à la tokenisation des actifs. D'autres avantages attendus concernant les GSC de détail seraient la réduction des coûts de transactions (en particulier les envois de fonds à l'étranger par les travailleurs immigrés). Enfin, les GSC de détail permettraient également de soutenir l'inclusion financière (si les coûts de transaction sont suffisamment faibles) ainsi que la diversification des devises des portefeuilles des particuliers (effet disciplinant sur les politiques économiques) dans les économies émergentes et en développement.



# Impact sur la politique monétaire

Nous abordons maintenant les conséquences de l'utilisation de ces stablecoins (GSC ou MNBC) sur les politiques monétaires et la stabilité financière.

Les conséquences se font essentiellement sentir sur le plan national pour l'émission de MNBC et dans les économies émergentes ou en développement pour l'émission de MNBC « étrangères » ou de GSC. En effet, l'ordre monétaire fondé sur une souveraineté politique devient plus compliqué avec l'émergence des crypto-monnaies. Il existe désormais une concurrence entre les monnaies dites fiats (souveraines) et les monnaies numériques.

Aussi, les banques centrales cherchent à minimiser l'impact sur la stabilité financière, quitte à ne pas tirer parti, au moins dans un premier temps, des possibilités offertes par les MNBC pour rendre la politique monétaire plus efficace.

## MNBC

Les MNBC, de gros ou de détail, peuvent avoir des impacts sur les politiques monétaires. En premier lieu, on constate une plus grande volatilité de la base monétaire dans les économies développées si les non-résidents ont accès à la MNBC (flight to safety).

Un autre risque au niveau de la politique monétaire serait lié à la rémunération qui pourrait être différente de zéro. L'émission d'une MNBC de détail ne permet pas de fixer dans l'économie des taux d'intérêt inférieurs à

la borne effective à la baisse (effective lower bound, ELB).

En effet, l'ELB étant légèrement inférieure à zéro en raison des coûts associés à la détention de monnaie fiduciaire est dépendante de cette dernière, rémunérée à taux nul. Il faudrait donc plutôt agir sur la monnaie fiduciaire, par exemple en la rémunérant éventuellement à taux négatifs. En tout état de cause, l'idée souvent évoquée d'une disparition de l'ELB du fait de l'émission d'une MNBC de détail est fautive.

Enfin, les MNBC de détail pourraient constituer une menace à la finance traditionnelle en entraînant une concurrence accrue pour les dépôts bancaires : cela engendrerait une hausse probable de leur coût si la MNBC est rémunérée à un taux plus élevé. En effet, la rémunération de la MNBC, actif parfaitement liquide et sans risque, fournit un plancher aux taux d'intérêt à court terme. Nous rappelons que l'émission d'un actif sans risque devrait augmenter le coût de toutes les autres ressources. Ainsi, il y aura une hausse possible du coût (répercussion de la hausse du coût des ressources) au niveau de la distribution de crédit. Cependant, cet impact sera probablement faible sur les encours (peu de substituts au crédit bancaire ; pour les particuliers et les PME), avec un avantage éventuel pour les établissements qui se financent sur les marchés financiers traditionnels.



## GSC

Quant aux GSC de gros, leurs impacts sur les politiques monétaires sont la diminution de la demande de réserves à des fins de règlement ainsi que la difficulté à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort (PDR) dans les monnaies de référence. En effet, dans le cas où une GSC de gros serait créée, elle devrait être accessible en permanence. Ainsi, il est probable qu'un marché de la MNBC intra journalier soit créé, en particulier pour les monnaies de réserve en dehors des heures d'ouverture de la banque centrale. La banque centrale serait alors dans l'obligation d'adopter une politique monétaire en temps réel de façon à augmenter la gamme des placements, étendre le contrôle des taux d'intérêt à très court terme afin d'inciter à une utilisation intensive des possibilités offertes par les règlements bruts en temps réel (real-time gross settlements, RTGS). A cela s'ajoutent les risques de fragmentation de la liquidité, particulièrement dommageables en cas de crise.

Du côté des GSC de détail, le problème se pose sur le risque de dollarisation et à l'extrême de perte de souveraineté monétaire dans les économies moins développées. En effet, tant que la monnaie légale reste utilisée comme unité de compte, le mécanisme de transmission est d'une moindre efficacité sur le canal des taux d'intérêt mais d'une plus grande efficacité pour celui du change, comparé à un scénario dans lequel une GSC de détail serait principalement utilisée. En cas de substitution totale à la finance traditionnelle, la Banque Centrale ne pourrait plus que fixer un plafond aux taux d'intérêt ainsi que des limites à la fonction de prêteur en dernier ressort (PDR) puisqu'elle devrait s'endetter dans une monnaie qui n'est pas la sienne.

# Impact sur la stabilité financière

## MNBC

En ce qui concerne les MNBC, leur impact sur la stabilité financière se ferait principalement ressentir lors de la transition d'un système classique vers une MNBC. En effet, le but n'est pas de se débarrasser prématurément des infrastructures existantes mais plutôt d'être compatible avec elles. Il y a également un risque au niveau du « flight to safety » dans le cas où les MNBC seraient plus sécurisantes. En particulier pour les MNBC de détail, il y aurait un risque de désintermédiation bancaire (celui auquel les Banques Centrales font le plus attention) :

- ❖ Largement inévitable (une partie du public pourra préférer détenir de la MNBC plutôt que des dépôts).
- ❖ Particulièrement aigu en cas de fuite des dépôts (run), notamment dans les économies moins développées.
- ❖ Présent aussi dans le cas des GSC (Diem a annoncé avoir l'intention de placer au moins 80% de sa réserve en bons du Trésor).

Les moyens de limiter ce risque de désintermédiation consisteraient en l'application d'une rémunération peu attractive voire à des taux éventuellement négatifs sur les dépôts, sachant que la dissuasion pourrait être insuffisante en cas de run. On peut également penser à la mise en place de limites individuelles de détention (efficaces même en cas de run).

## GSC

En ce qui concerne les GSC de gros, leurs principaux impacts sur la stabilité financière seraient :

- ❖ Le risque de crédit résiduel (bien que les GSC ont un statut comportant de fortes contraintes prudentielles, comme celui d'émetteurs de monnaie électronique)
- ❖ La concentration des risques (point de défaillance unique, risque moral lié au Too Big to Fail ou TBTF)
- ❖ L'absence de visibilité de la Banque Centrale émettrice de la monnaie de référence sur les opérations
- ❖ Le risque de fragmentation de la liquidité, déjà signalé à propos du rôle de PDR.

Du côté des GSC de détail, les principales craintes portent sur le risque de désintermédiation, le risque de run pour sortir de la monnaie bancaire (déjà signalé), le risque de run sur le GSC lui-même et pour finir le risque moral (TBTF).



## Conclusion

Les monnaies stables ont connu une croissance fulgurante au cours de l'année écoulée, à mesure que les actifs numériques sont plus largement adoptés et que les cas d'utilisation des monnaies numériques se précisent. Cette ascension rapide a suscité des inquiétudes quant aux effets négatifs qu'elle pourrait avoir sur les activités bancaires et le système financier traditionnel. Dans cette note, nous avons discuté des conséquences de l'utilisation des stablecoins sur la politique monétaire et la stabilité financière.

Cependant, les risques pour la stabilité financière liés à l'émission d'une MNBC de détail ne doivent pas être surestimés. En effet, on peut noter que le risque de dollarisation existe déjà dans les économies émergentes et en développement lorsque la monnaie est peu crédible et ce risque peut aussi être mitigé par l'application de mesures de contrôle des changes empêchant des transferts des banques vers les échanges de crypto-actifs ou vers l'étranger. De plus, en fournissant un actif qui sera accessible, liquide et sûr en toutes circonstances, la MNBC protège l'économie contre les chocs financiers.

La MNBC devrait permettre de limiter les risques de désintermédiation et de dollarisation, à travers par exemple la fixation de limites individuelles de détention ou l'incorporation dans les accords d'interopérabilité entre MNBC de dispositifs permettant d'activer directement des contrôles de changes.

Enfin, un système bancaire à deux niveaux peut permettre de soutenir à la fois l'émission de stablecoins et de maintenir les formes traditionnelles de création de crédit. En revanche, un cadre bancaire étroit pour les stablecoins peut apporter une plus grande stabilité, mais au prix potentiel de la désintermédiation du crédit. La désintermédiation pourrait alors créer un double problème de stabilité financière mais aussi de politique monétaire puisque le mécanisme de transmission de celle-ci repose largement sur la répercussion prévisible des variations du taux de politique monétaire sur les conditions bancaires. Enfin, les stablecoins référencés par rapport au dollar peuvent servir de valeur refuge par rapport à d'autres crypto-actifs en période de stress du marché si elles sont perçues comme suffisamment garanties.

# Sources

- ☐ Pfister C. (2020), La monnaie digitale de banque centrale, Banque de France :  
<https://publications.banque-france.fr/la-monnaie-digitale-de-banque-centrale>.
- ☐ Christian-Pfister, Panorama des crypto-monnaies privées et centrales :  
<https://www.francepaymentsforum.eu/wp-content/uploads/2020/03/Rencontres-FPF-2020-Discours-Christian-Pfister.pdf>
- ☐ Monnaies digitales : Du mythe aux projets innovants, 2020, Bulletin de la Banque de France, 230(1), juillet-août, 1-9 :  
[https://publications.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/820208\\_bdf230-1\\_monnaies\\_digitales\\_vf\\_1307.pdf](https://publications.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/820208_bdf230-1_monnaies_digitales_vf_1307.pdf)
- ☐ Christian-Pfister, Fondation pour l'innovation politique, Paiements, monnaie et finance à l'ère numérique (1) - État des lieux et perspectives à court-moyen terme, juillet 2022 :  
<https://www.fondapol.org/etude/paiements-monnaie-et-finance-a-lere-numerique-1/>
- ☐ Christian-Pfister, Fondation pour l'innovation politique, Paiements, monnaie et finance à l'ère numérique (2) - Les questions à long terme, juillet 2022 :  
<https://www.fondapol.org/etude/paiements-monnaie-et-finance-a-lere-numerique-2/>
- ☐ Stablecoins mondiaux et monnaies numériques – Implications pour la politique monétaire et la stabilité financière, 2021, Banque & Stratégie, 400, mars, 9-11.
- ☐ MNBC : La monnaie digitale de banque centrale, 2020, Banque de France :  
<https://publications.banque-france.fr/la-monnaie-digitale-de-banque-centrale>
- ☐ Stablecoins: A Brave New World ?, 2020, Working Paper 757, Banque de France :  
<https://publications.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/wp757.pdf>.
- ☐ Retail CBDC Remuneration: The Sign Matters, 2020, SUELF Policy Note, 205, novembre :  
[https://www.suerf.org/docx/f\\_844443a625aa254b897930884985195b\\_18347\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/f_844443a625aa254b897930884985195b_18347_suerf.pdf).
- ☐ La réforme du 100% réserves : calamité ou opportunité ?, 2021, Revue d'économie financière, 141, 293-315.
- ☐ Stablecoins: Growth Potential and Impact on Banking, January 2022, Board of Governors of the Federal Reserve System - International Finance Discussion Papers - Number 1334, Gordon Y. Liao and John Caramichael

# Nexialog Consulting

STRATÉGIE

ACTUARIAT

GESTION DES RISQUES

Nexialog Consulting est un cabinet de conseil spécialisé en Stratégie, Actuariat et Gestion des risques qui dessert aujourd'hui les plus grands acteurs de la banque et de l'assurance. Nous aidons nos clients à améliorer de manière significative et durable leurs performances et à atteindre leurs objectifs les plus importants.

Les besoins de nos clients et les réglementations européennes et mondiales étant en perpétuelle évolution, nous recherchons continuellement de nouvelles et meilleures façons de les servir. Pour ce faire, nous recrutons nos consultants dans les meilleures écoles d'ingénieur et de commerce et nous investissons des ressources de notre entreprise chaque année dans la recherche, l'apprentissage et le renforcement des compétences.

Quel que soit le défi à relever, nous nous attachons à fournir des résultats pratiques et durables et à donner à nos clients les moyens de se développer.

## CONTACTS

### Ali Behbahani

Associé, Fondateur

☎ + 33 (0) 1 44 73 86 78

✉ abebahani@nexialog.com

🌐 [www.nexialog.com](http://www.nexialog.com)

Retrouvez toutes nos publications sur Nexialog R&D

### Christelle Bondoux

Associée, Directrice commerciale

☎ + 33 (0) 1 44 73 75 67

✉ cbondoux@nexialog.com

### Areski Cousin

Expert Scientifique R&D

✉ acousin-ext@nexialog.com

### Paul-Antoine DELETOILLE

Account Manager Senior - Global Markets

☎ +33 (0)1 44 73 75 70

+33 (0)7 64 57 86 69

✉ padeletoille@nexialog.com

### Pierre Gineste

Senior Manager Global Markets

✉ pgineste@nexialog.com