

Monnaie publique, monnaie privée : quel avenir pour la souveraineté européenne ?

Eric Monnet Directeur d'études, EHESS et Paris School of Economics

Cette discussion n'aurait sans doute pas eu lieu en l'absence du décret Strengthening American leadership in digital financial technology signé par Donald Trump en janvier 2025. On a affaire à un retour des interactions entre monnaie privée et enjeux publics. Aux Etats-Unis, on est en présence d'une véritable politique industrielle des cryptoactifs. La loi GENIUS de juillet se propose explicitement de développer le marché des stablecoins et contribuera à l'expansion internationale de ces actifs numériques. Ce cadre légal donne de l'attrait à ces jetons adossés à des actifs de façon à assurer la convertibilité avec une monnaie fiduciaire (monnaie fiat), ici le dollar.

Le fait de promouvoir la domination du dollar (ici au travers des stablecoins) n'est pas nouveau, mais ces actifs pourraient infiltrer profondément les paiements. L'une des nouveautés réside dans le fait qu'une monnaie privée est soutenue par un Etat.

Si la masse des stablecoins devait croître, les réserves seraient détenues non par des banques centrales, mais par des institutions privées. Il n'est pourtant pas certain que la politique de l'administration américaine dans ce domaine soit rationnelle, tant les conflits d'intérêt du clan Trump sont patents.

Les stablecoins en dollar ne semblent pas représenter un risque pour la souveraineté monétaire en Europe, où, notamment, l'inflation est faible, où le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs (MiCA en anglais) permet de limiter la diffusion de stablecoins stables étrangers et où existe une confiance dans le réseau bancaire. On peut se rapporter sur ce point au document Cryptomercantilism vs monetary sovereignty, dont Eric Monnet est coauteur, publié en juin, soit avant la promulgation de la loi GENIUS, à l'initiative de la commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ce document est en cours d'actualisation).

En revanche, l'atteinte à leur souveraineté monétaire est une menace pour des pays où la stabilité des prix n'est pas assurée et où le taux de bancarisation est faible. Il y aurait ainsi une menace indirecte pour la zone euro par la biais des transferts d'argent entre les émigrés et leurs pays d'origine.

L'opérabilité des systèmes de paiement est l'un des enjeux de premier ordre posés par l'émergence des stablecoins.

Guénolé de Cadoudal, Directeur des actifs numériques, Crédit agricole CIB

Un débat de cette nature n'existerait pas sans les blockchains (chaînes de blocs) publiques, des réseaux internationaux n'appartenant à personne et accessibles à tout le monde. Elles ne modifient pas fondamentalement l'architecture monétaire existante faite d'une monnaie de banque centrale, d'une monnaie de banques commerciales et de monnaies numériques (Paypal, Alipay, etc.), mais rend beaucoup plus facile l'utilisation des monnaies numériques. Avec les blockchains, le modèle économique des acteurs de la monnaie numérique évolue, exerçant par contrecoup une pression sur les banques commerciales.

Les stablecoins en dollar s'imposent dans le paysage parce que le marché des cryptoactifs est essentiellement américain et que ces stablecoins, pour une très grande part, servent de passerelle entre les cryptoactifs (bitcoin, etc.) et les monnaies fiat. Les volumes augmentent en même temps que le trading des cryptos. Mais l'on se dirige désormais vers l'utilisation des stablecoins dans le monde des paiements.

Les stablecoins en dollar ne constituent pas un danger immédiat pour l'Europe. Cependant, il ne faudrait pas que le marché du commerce en ligne soit accaparé par des acteurs américains, qui dominent déjà le marché de la carte bancaire. L'Europe est tout à fait outillée techniquement pour préserver sa souveraineté dans ce domaine.

Des banques européennes commencent à émettre des stablecoins. Il faudrait éviter la cartellisation et, au contraire, constituer une sorte de GIE européen doté d'une technologie propre et prévoyant un mécanisme de partage des rémunérations.

On peut répliquer le modèle à deux étages (monnaie de banque centrale et monnaie de banques commerciales) en utilisant les capacités de la blockchain. Chaque établissement pourrait y déployer son système de back-office pour représenter des actifs ou des passifs de son bilan. Ainsi, par exemple, pourraient être partagées les représentations des comptes des clients. Pour que ce dispositif fonctionne, il faut pouvoir s'appuyer, pour les règlements interbancaires, sur une monnaie numérique de banque centrale de gros.

Des banques américaines, dont J.P. Morgan, avancent déjà dans cette direction et la Banque des règlements internationaux teste des dispositifs, notamment à travers le projet Agora. Le Crédit Agricole, de son côté, a créé un standard ad hoc, so I cash.

Il est important de comprendre que l'association entre blockchains et monnaies n'aboutit pas forcément aux stablecoins.

Emmanuelle Assouan, Directrice générale de la Stabilité financière et des Opérations, Banque de France

La première génération de cryptoactifs, celle du bitcoin, n'est pas à même de transformer l'économie. Ce n'est pas le cas des stablecoins, dont la capacité transformative est puissante. Avec eux, on a affaire à une monnaie privée, mais qui n'est pas le fait de banques. La Banque de France a une approche très positive de la blockchain, qui apporte économies de coûts, rapidité et transparence accrue. L'institut d'émission procède à des expérimentations dans trois directions : règlement d'actifs financiers, paiements transfrontaliers, gestion de la trésorerie de grandes entreprises.

Les stablecoins, pour l'instant émis par des acteurs privés, ne représentent jusqu'ici qu'un stock très modeste en comparaison des différentes masses monétaires. Mais le Trésor américain estime que le marché pourrait atteindre rapidement 3.000 milliards de dollars.

Il y a en la matière un effet « avantage au premier entrant » pour celui qui a posé les premiers rails de paiement. Ces premiers entrants sont américains. Circle, l'un des émetteurs importants de stablecoins, souhaite ubériser la banque. Quant à Google, il a annoncé il y a quelques semaines le lancement d'Universal ledger, un rail pour les actifs tokenisés qui permettrait de respecter le modèle monétaire à deux étages. La Banque de France se félicite de cette volonté de respecter le modèle traditionnel, mais souhaite mettre à disposition ses propres rails.

Le risque majeur créé par le développement des jetons stables en dollar n'est pas celui d'une dollarisation de l'Europe, mais concerne l'efficacité de la politique monétaire (avec les stablecoins, il n'y a pas de multiplication du crédit) et la stabilité financière en raison d'une possible baisse des dépôts bancaires.

La réponse à des initiatives comme celle de Google réside dans le lancement d'une monnaie numérique de banque centrale, dans sa version de détail et dans sa version de gros. Le projet de l'Eurosystème dénommé Pontes vise à établir un lien entre les chaînes de blocs et les services Target d'ici à la fin de 2026. A plus long terme, avec le projet Appia, il s'agit de développer un écosystème financier intégré et novateur.

Le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs (MiCA) ne répond pas, dans sa forme actuelle, aux nouveaux enjeux, notamment au fait pour les banques de tokeniser leurs actifs.

Hubert de Vauplane, avocat associé, Morgan Lewis & Bockius

La Banque centrale européenne se montre souvent frileuse en matière d'innovation, ce qui n'est pas le cas, au contraire, de la Banque de France.

En matière de stablecoins, sous les feux de la rampe en raison du décret « Digital Asset Strategy » déjà évoqué, il est difficile d'apprécier les enjeux si l'on ne se penche pas sur la technique sous-jacente, celle des blockchains, qui se distinguent l'une l'autre par leur protocole propre. C'est la technologie qui, fondamentalement, change la donne.

On a commencé à parler des stablecoins vers 2015 - Tether a été créé en 2014 -, on en a reparlé en 2019 et les années suivantes avec le projet de lancement du Libra par Facebook, et surtout, s'agissant des non-initiés, depuis l'élection de Donald Trump.

Les stablecoins ont essentiellement servi jusqu'ici de passerelle entre les monnaies fiat et les cryptoactifs. Leur capitalisation est pour l'instant modeste - environ 270 milliards de dollars -, mais il n'en va pas de même des volumes de transaction (à 80 % générés par le trading de cryptos), très significatifs, ainsi que de la vitesse de circulation, très élevée.

Les stablecoins cumulent les fonctions : ils peuvent constituer des actifs de réserve, de règlement, de transaction. A ce triple titre, ils sont donc une monnaie, pas au sens juridique, mais au sens opérationnel. Seul le dollar est aussi multifacette. Il y a donc convergence entre le dollar et les jetons stables en dollar, dont les acteurs sont américains (Tether est établi au Salvador, mais l'entreprise peut être considérée comme appartenant à la sphère américaine). En raison de cette convergence, les stablecoins doivent être considérés à l'aune de la géopolitique et de la souveraineté monétaire, laquelle n'a de sens que replacée dans un contexte mondial.

En matière de cryptoactifs, y compris spéculatifs comme le bitcoin ou l'ethereum, il ne faut pas négliger qu'ils sont avant tout des protocoles informatiques. En somme, les tuyaux d'infrastructure que sont les blockchains ont une valeur d'usage (les usages qui seront faits de leurs protocoles).

En France, on a fait le choix de considérer les cryptoactifs comme des titres financiers, sans créer de droit ex nihilo, ce qui implique notamment que le détenteur de cryptos est protégé : il a un droit réel sur son actif, et non un droit de créance sur l'intermédiaire.

L'enjeu aujourd'hui en Europe n'est pas lié à des achats courants réglés en stablecoins en dollar - c'est un fantasme -, mais à l'euro numérique de gros, pour accompagner la tokenisation des actifs financiers (le Nasdaq a annoncé récemment que les actions seraient tokenisées).

COMPTE-RENDU SEMINAIRE

25 septembre 2025

Il faut un actif de règlement (avec la tokenisation, le règlement et la livraison seront emboités) rapidement : il en va de la souveraineté des marchés financiers européens, qui sans euro numérique de gros, passeront par des stablecoins en dollar. Quant à l'interopérabilité des systèmes des banques centrales, c'est la bonne réponse aux enjeux géopolitiques du moment.

Il serait dommage que les banques européennes ne se lancent pas dans la tokenisation des dépôts, à condition de ne pas le faire chacun pour soi.

Benoit Cœuré, Président de l'Autorité de la concurrence

L'Europe réagit à la politique américaine visant à favoriser l'essor des stablecoins. Il ne faudrait pas tomber dans le syndrome du lapin dans les phares de voiture, mais se demander ce qui est bon pour l'Europe et avoir une vision à long terme. Ce n'est d'ailleurs pas la première fois que des questions se posent à propos de l'Europe des paiements.

Les autorités nationales (banques centrales, ministères des Finances, etc.) ne viennent pas de découvrir l'existence des stablecoins. Elles s'étaient saisies du problème lors du lancement du projet Libra par Facebook, tandis que la Banque de France, par exemple, a mené des expérimentations avec la Banque nationale suisse dès 2020.

La question des stablecoins est abordée sous deux angles : la souveraineté et la stabilité financière d'une part, l'efficacité d'autre part. Il faut dépasser ce clivage et ne pas avoir à choisir entre un terme et l'autre, ce qui est souvent le cas dans les débats récents.

Côté souveraineté et stabilité, il faut une monnaie numérique de banque centrale de gros, mais aussi de détail, et en ce qui concerne cette dernière, moins pour les usages qu'elle pourrait remplir que pour la légitimité de la Banque centrale européenne. Les banques européennes se trompent en faisant de l'obstruction à l'euro numérique de détail ; en Asie, elles considèrent que c'est une chance.

Il faut que tout l'écosystème financier et des paiements soit en euro, notamment pour une efficacité maximale de la politique monétaire. Son indépendance dépend aussi de l'origine des infrastructures profondes, le stockage informatique (cloud) notamment. Pour le moment, les grands fournisseurs sont américains.

L'Europe politique et institutionnelle doit absolument s'ouvrir à l'innovation. La deuxième directive sur les services de paiement (DSP 2), par exemple, s'assimile à une vraie politique industrielle. L'Europe n'a pas à rougir de son savoir-faire technique en matière de paiement : il est plus développé qu'aux Etats-Unis, cependant moins qu'en Asie. La bataille qui se joue est donc aussi culturelle.

Débat

Sur l'euro numérique de détail

Hubert de Vauplane

Son lancement n'est pas souhaitable, car un échec (demande faible) pèserait sur la crédibilité de la Banque centrale. Or, en matière de monnaie, la confiance est essentielle.

Emmanuelle Assouan

Le volume en valeur des billets a augmenté de 5 % par an depuis la création de l'euro, avant que la pandémie de coronavirus ne mette fin à cette expansion. Cela fait donc partie des devoirs de la Banque centrale d'élargir l'offre de monnaie fiduciaire.

Des tests sont en cours, qui comprennent des usages qui devraient singulariser l'euro numérique de détail, en particulier le fait d'y avoir recours sans être connecté. Dans sa première version, il n'aura pas comme support la blockchain ; il s'agira d'un système centralisé, robuste et garantissant l'anonymat des transactions.

Guénolé de Cadoudal

En cas de crise, il pourrait y avoir une ruée sur l'euro numérique de détail, au détriment des dépôts bancaires. Il s'agit de savoir quels pourraient être les montants en jeu, mais nous n'avons pas d'indication sur la somme maximale de détention de l'euro numérique. Pour les banques, par ailleurs, l'adaptation nécessiterait des développements aux coûts élevés, sans garantie de revenus additionnels car l'offre de moyens de paiement est déjà abondante.

Benoit Cœuré

Il faut garder des billets en circulation pour des raisons d'inclusion financière : tout le monde ne possède pas un téléphone portable.

Sur l'articulation entre euro numérique de gros et euro numérique de détail

Emmanuelle Assouan

L'euro numérique de détail constitue une évidence pour l'ensemble du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. En ce qui concerne la version de gros, il y a accord sur le principe, mais pas sur le rythme.

Benoit Cœuré

Le fait d'avoir donné la priorité à l'euro numérique de détail était une erreur, sans doute imputable au traumatisme qu'a constitué le projet Libra de Facebook. Cependant, le rythme de développement de la finance tokenisée sera probablement moins soutenu que ce que l'on anticipe généralement, même si ce développement est inéluctable.

Sur les paiements transfrontaliers

Benoit Cœuré

La baisse des coûts sera très significative.

Guénolé de Cadoudal

L'existence des jetons stables ne signifie pas que la correspondance bancaire n'existera plus. Les jetons stables ne sont pas la panacée en la matière. On peut modifier la façon d'organiser la correspondance bancaire sans en changer le principe, en tokenisant les dépôts et en empruntant la voie de la coopération bancaire. Les banques ne peuvent pas investir tous azimuts. J.P. Morgan, par exemple, dispose de son propre système fermé.

A propos de la concurrence

Benoit Cœuré

Les big techs pourraient s'immiscer dans le monde des paiements en s'appuyant sur leur pouvoir de marché. En Europe, elles seront limitées par le règlement européen de 2024 sur les marchés numériques (DMA en anglais), qui interdit par exemple aux plateformes numériques d'utiliser les informations circulant sur les réseaux sociaux dans des activités de paiement.

Les initiatives de banques en matière de tokenisation sont les bienvenues, mais pas au prix d'une cartellisation.

Sur divers aspects juridiques

Hubert de Vauplane

Le Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) a publié en juin 2025 un « Rapport sur l'évolution de la notion juridique de monnaie », précieux pour appréhender les débats du moment. Par ailleurs, en mai 2024, le HCJP avait publié un rapport intitulé « La détermination de la loi applicable aux actifs inscrits en registres distribués », qui s'intéresse notamment au droit applicable aux transactions internationales ou encore précise la nature juridique d'un cryptoactif : il s'agit d'un bien meuble, immatériel et fongible.

COMPTE-RENDU SEMINAIRE

25 septembre 2025

Le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs ne dit rien du cadre monétaire des stablecoins. Le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs est un tout-en-un : il traite de nombreux points, qui mériteraient d'être détaillés dans d'autres textes.

Ce règlement comporte une disposition extraterritoriale, ce qui est rare en droit européen : il interdit à un acteur d'émettre des jetons en euro s'il ne se soumet pas aux dispositions de ce même règlement. Le texte fait l'impasse sur la rémunération des distributeurs, alors qu'aux Etats-Unis, ce point est abordé dans la loi GENIUS.

A propos de la dollarisation

Emmanuelle Assouan

Le risque est plausible qu'il y ait une forme de dollarisation par l'intermédiaire de plateformes de commerce incitant au recours au jetons stables, avec des remises par exemple.

La prochaine mouture du règlement européen sur les marchés de cryptoactifs devra notamment préciser que les actifs de réserve doivent être exclusivement en euro, abaisser le seuil autorisé d'usage des jetons stables en devise étrangère (200 millions d'euros pour l'instant), ou encore s'intéresser aux émetteurs en plusieurs devises, comme Circle, à qui il conviendrait d'appliquer un régime stricte d'équivalence des règles.

Guénolé de Cadoudal

On parle beaucoup de dollarisation. Pourquoi ne pas inverser la perspective et parler d'euroïsation ?

Conclusion

Pervenche Berès, Présidente de l'AEFR

Un des motifs de satisfaction de ce débat est le fait que tous les participants ont indiqué des pistes de réflexion. Il a été dit qu'il n'y avait rien de fondamentalement nouveau. Nous avons tout de même affaire à des actifs dotés d'une triple fonction : compte, échange et valeur.

La question du rôle international de l'euro se pose depuis longtemps. Cette conférence nous permet de l'aborder sous un autre angle

Cette conférence s'est probablement tenue au bon moment : il y a à la fois urgence à agir et des éléments de réponse dans à peu près tous les domaines. Par ailleurs, il semble que même sur des sujets sensibles - la monnaie numérique de banque centrale de détail en particulier -, les antagonismes soient moins marqués qu'il y a un an.

Enfin, il a été question du stockage informatique (cloud), domaine qui n'entre pas directement dans le champ de la régulation financière, mais qui constitue sans conteste un élément critique quand on envisage un système financier souverain.