

THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,
Global Views

Les caractéristiques des stablecoins en font des instruments potentiellement bien adaptés à de nombreux types de transactions

Essor des stablecoins : des conséquences majeures pour le système financier ?

Les stablecoins sont en plein essor. Ils pourraient bientôt, plus directement que les autres cryptomonnaies, être porteurs de nouvelles solutions, mais aussi de nouveaux risques, pour les activités de paiement et le fonctionnement des marchés financiers. Les autorités préparent leurs réponses réglementaires, mais les enjeux sont complexes et différent suivant les pays.

Les stablecoins ont pris de plus en plus d'importance en 2021

Les stablecoins, définis ici comme celles des cryptomonnaies¹ (une classe d'actifs en général encore peu réglementée) qui, via divers mécanismes², maintiennent une parité fixe avec une devise traditionnelle (en général l'USD) attirent de plus en plus l'attention.

Une croissance rapide :

- La capitalisation totale du marché des stablecoins reste modérée, à environ 130 milliards de dollars en octobre 2021, mais est en rapide progression. Elle n'était que d'environ 30 milliards en janvier 2021.
- Si les stablecoins ne représentent qu'environ 6 % de la capitalisation totale des cryptomonnaies, ils comptent en

revanche pour une part très importante du volume traité : la plupart des transactions de cryptomonnaies impliquent un stablecoin au moins d'un côté. Le plus important d'entre eux, le Tether, est d'ailleurs la cryptomonnaie la plus échangée (devant le Bitcoin).

D'ici peu, une possible extension de leur utilisation à l'économie « réelle » :

- Jusqu'à présent, le rôle principal des stablecoins est resté largement confiné à l'écosystème des cryptomonnaies. Ils permettent en effet aux intervenants de ce marché de stabiliser la valeur de leurs actifs en USD, sans avoir à les convertir en dépôts bancaires traditionnels.
- Toutefois les stablecoins présentent des caractéristiques qui peuvent en faire des instruments très pratiques pour d'autres utilisations : ils sont accessibles via des portefeuilles numériques faciles à configurer, sont bien adaptés aux transactions pairs-à-pairs, permettent un règlement quasi-instantané 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7, et peuvent facilement interagir avec des applications *fintech* sophistiquées. Si les transactions en stablecoins peuvent être difficiles à tracer par les autorités publiques (sans pour

autant offrir un anonymat absolu), leur facilité d'utilisation pourrait également en faire un outil d'inclusion financière pour des catégories de population actuellement non bancarisés. Les stablecoins, plus que les autres cryptomonnaies, pourraient donc, pour le meilleur comme pour le pire, venir concurrencer rapidement les dépôts bancaires classiques.

- Dans ce contexte, de récentes annonces de partenariats entre des émetteurs de stablecoins et des acteurs majeurs d'autres secteurs (notamment Paxos avec Paypal, ou l'inclusion de stablecoins émis par Paxos et Circle dans le portefeuille numérique Novi récemment lancé par Facebook³) laissent entrevoir la possibilité que les stablecoins soient bientôt utilisés de façon courante pour les transferts d'argent et l'achat de services, de biens et d'actifs traditionnels.

De nouveaux risques pour le système financier.

- En tant que concurrents des dépôts bancaires, les stablecoins pourraient alors, en théorie, porter atteinte à la capacité de distribution de crédit des

banques. Ce risque (probablement très modéré dans un premier temps) pourrait, certes, être contrecarré par diverses adaptations de la réglementation et des

¹ D'autres actifs numériques à parité fixe sont parfois appelés stablecoins, même s'ils ne sont généralement pas considérés comme des cryptomonnaies : Cela peut être le cas, notamment, des stablecoins bancaires, qui sont des créances sur la banque qui les émet et donc, des équivalents numériques de dépôts bancaires classiques.

² Ces moyens sont généralement soit : 1/(le plus souvent pour les grands stablecoins) une collatéralisation partielle ou totale par des actifs très sûrs, tels que du cash, des équivalents cash ou des titres souverains ; soit : 2/(pour de nombreux petits stablecoins, mais pas tous) une combinaison de sur-collatéralisation par divers actifs (y compris des cryptomonnaies à prix fluctuants) et des mécanismes algorithmiques ajustant l'offre de stablecoins et visant à guider les anticipations des acteurs du marché.

³ Facebook travaille aussi (avec d'autres acteurs) sur son propre projet de stablecoin, qui a initialement attiré beaucoup d'attention. Cependant, après de nombreux retards, sa date de lancement reste incertaine.

THÉMATIQUE

La rupture de la parité entre un stablecoin largement utilisé et sa devise de référence pourrait causer un choc financier

pratiques (par exemple, la modification des ratios réglementaires des banques ou des conditions de leur financement par les banques centrales, ou encore la mise en place de diverses formes de coopération entre les émetteurs de stablecoins et les banques), mais de tels changements pourraient s'avérer complexes, avec de multiples conséquences difficiles à bien cerner a priori.

- **Les stablecoins, s'ils sont considérés comme des actifs relativement sûrs, pourraient également attirer des mouvements de capitaux déstabilisants**, que ce soit lors d'une crise purement nationale (si la détention d'argent dans les banques est considérée comme peu sûre) ou lors d'une crise ayant des implications transfrontalières (si la population d'un pays à la monnaie fragile préférerait détenir des stablecoins facilement accessibles arrimés à une devise étrangère solide).

Une pression réglementaire croissante

- **Les stablecoins ont donc fait l'objet d'un examen de plus en plus attentif de la part des autorités publiques**, qui semblent avoir identifié la réglementation de ces actifs comme l'une des tâches les plus urgentes dans le cadre de leurs chantiers de réglementation de l'ensemble des cryptomonnaies.
- **La BCE a publié un rapport sur le sujet en septembre 2020** (alors que la taille du marché était beaucoup moins importants qu'aujourd'hui), **mais les préoccupations se sont intensifiées aux États-Unis à la fin de l'été 2021**, la secrétaire au Trésor J. Yellen et le président de la Fed J. Powell appelant tous deux à une action rapide concernant la réglementation des stablecoins⁴.

La réglementation devrait réduire une partie des risques, mais les enjeux sont complexes

- **Dans la plupart des cas, les autorités se dirigent davantage vers une réglementation des stablecoins que vers leur interdiction.** Elles ne peuvent ignorer le fait que, malgré les risques, les stablecoins offrent de nombreux avantages et sont consubstantiels à l'écosystèmes des cryptomonnaies, de la *Fintech* en général, très prometteurs en termes d'innovation, d'emplois et de nouvelles compétences et sujets à une compétition internationale.
- **La façon précise dont les stablecoins seront réglementés n'est pas encore arrêtée, mais l'accent sera certainement mis, d'une part, sur les procédures KYC (*Know-Your-Customer*) d'autre part sur la transparence quant aux actifs détenus par les émetteurs de stablecoins afin de maintenir leurs parités.** Les étapes suivantes consisteront probablement à aligner davantage les droits et obligations des émetteurs de stablecoins sur ceux des fonds monétaires, des dépôts bancaires et des banques elles-mêmes.

- **A contrario, la défaillance d'un grand stablecoin pourrait également provoquer un choc financier:** la rupture soudaine, pour quelque raison que ce soit, de sa parité avec une monnaie conventionnelle entraînerait des pertes importantes pour ses détenteurs (jusqu'à présent, une telle éventualité a surtout été considérée comme un risque pour le seul marché des cryptomonnaies, mais elle pourrait toucher directement l'ensemble du système financier si de nombreux acteurs non spécialistes détenaient des stablecoins). À cet égard, notons qu'un certain nombre de petits stablecoins ont déjà connu ce type d'accident et que les importantes positions (dont les détails n'ont pas été divulgués) détenues par Tether sur le marché des papiers commerciaux ont récemment soulevé des questions quant à son éventuelle exposition à Evergrande, le géant chinois de l'immobilier en difficulté (ce que Tether a démenti).

- **Le FMI, qui a consacré une section de son dernier rapport sur la stabilité financière mondiale aux cryptomonnaies, a souligné le risque qu'un stablecoin en difficulté puisse procéder à une vente massive de ses actifs**, entraînant une contagion à d'autres marchés (notamment celui des papiers commerciaux).
- **Les banques centrales ont également mentionné les stablecoins comme une raison majeure de développer leurs propres monnaies numériques (MNBC)⁵.** Selon leurs choix architecturaux, les MNBC pourraient en effet présenter certains des mêmes avantages pratiques que les stablecoins, mais sans risque de crédit et tout en constituant un moyen de réaffirmer et de moderniser la souveraineté des autorités publiques sur la monnaie.

⁴ Au moment de l'écriture de ce texte, la presse signalait que le Trésor américain, ainsi que d'autres agences publiques du pays, s'apprétaient à publier un rapport sur les stablecoins et les principes de leur réglementation.

⁵ Le gouverneur de la Fed, Lael Brainard, a notamment soulevé ce point à plusieurs reprises cette année.

THÉMATIQUE

*Les stablecoins
pourraient être des
vecteurs de dollarisation*

- **Toutefois, le fait qu'une très grande majorité des stablecoins soient arrimés à l'USD signifie également que les enjeux diffèrent entre pays.** Du point de vue des États-Unis, les stablecoins présentent peut-être des risques internes mais pourraient aussi s'avérer des vecteurs de consolidation de l'influence mondiale de l'USD. De plus, le statut de l'USD n'étant guère menacé sur le territoire national, les autorités américaines ressentent moins d'urgence que beaucoup d'autres à lancer une MNBC⁶. Elles pourraient alors se trouver de bonnes raisons de laisser les stablecoins poursuivre leur développement, permettant, d'une part, l'acquisition de connaissances précieuses sur la façon dont les ménages s'approprient et utilisent les monnaies numériques, d'autre part, une mise à l'épreuve des technologies utilisées par les stablecoins en vue d'une possible réutilisation ultérieure par une MNBC. Une telle logique ne s'appliquerait cependant qu'aux stablecoins bien réglementés et coopérant avec les autorités américaines, ce qui amène certains observateurs à penser que ces dernières ont peut-être

actuellement plus un problème lié au Tether (émis par une société basée à Hong Kong et ayant été condamné par plusieurs autorités américaines en 2021 à verser des amendes pour manque de transparence au sujet de ses actifs) qu'un problème majeur lié aux stablecoins en général.

- **Dans le cas des autres pays, cependant (et bien qu'à des degrés très variables), le risque de dollarisation est bien présent parmi les multiples défis portés par les stablecoins.** La nécessité de réagir pourrait donc être perçue comme plus urgente que dans le cas américain. Ces réactions pourraient s'orienter vers une réglementation stricte, vers la promotion active de stablecoins arrimés aux monnaies locales, vers l'accélération des programmes de MNBC ou, a contrario, vers la reconnaissance qu'il faudra accepter au moins une dollarisation limitée dans certains secteurs de niche afin de ne pas se priver des innovations et avantages apportés par les stablecoins en tant que moyens de paiements et en tant que contributeurs au développement de la *fintech*.

Au vu de la complexité, pour les autorités publiques, d'évaluer l'équilibre entre les multiples avantages et risques portés par les stablecoins, il est peu probable que leur élan actuel soit prochainement stoppé net. Tout porte à croire qu'ils continueront de croître et de trouver de nouveaux usages, à la fois comme moyen de paiement et comme classe d'actifs. Leur réglementation devrait graduellement se préciser, mais peiner malgré tout à suivre le rythme des changements apportés par ces nouveaux venus.

Achévé de rédiger le 27 octobre 2021

⁶ Le 14 janvier 2021, J. Powell a indiqué que la Réserve fédérale ne ressentait nullement « le besoin ou l'envie d'être la première » à développer une MNBC. Parmi les motifs avancés pour justifier cette approche patiente, il a cité l'avantage conféré aux États-Unis par le statut de monnaie de réserve du dollar américain.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 28 octobre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 novembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit