Institut Veblen pour les réformes économiques

La finance crypto : usages et risques des *stablecoins*

Ludovic Desmedt, Université Bourgogne Europe, LEDi

Institut Veblen, novembre 2026



Résumé

L'essor des stablecoins constitue la tendance majeure du monde crypto. Alors que les utilisateurs se pressent aux guichets virtuels de Tether ou de Circle, les banques échafaudent leurs propres projets, aux Etats-Unis et en Europe. L'immense majorité de ces « cyberjetons » est indexée sur le dollar américain, et leur capitalisation représente environ 15 % du marché total des crypto-actifs.

Cette note examine d'abord les motifs qui créent un tel appétit pour ces nouveaux « corridors » de paiement. Dans les pays à revenus élevés, ces « monnaies privées » servent surtout à investir en cryptoactifs, mais cette note identifie trois autres motifs de demande. Les travailleurs migrants s'en servent pour réduire les coûts des envois et transferts internationaux. Dans les économies émergentes, les stablecoins répondent surtout à un besoin de protection vis-à-vis de l'instabilité monétaire. Enfin, ces instruments permettent aux Etats et aux réseaux criminels d'éviter les sanctions internationales. Les enjeux et les risques sont différents d'un cas à l'autre, et appellent des réponses politiques adaptées.

Elle analyse ensuite les risques pour la stabilité financière et la régulation adoptée. L'attitude des régulateurs est contrastée : à l'approche permissive des Etats-Unis répond la réglementation MiCA européenne, considérée comme plus protectrice. Paradoxalement, cette asymétrie réglementaire pourrait avoir des effets délétères avec risque de panique « par ricochet » au sein même de l'UE. Pour répondre à cette menace, de nouvelles avancées réglementaires ou le lancement d'un stablecoin public sont étudiés.

En vue d'une prochaine révision du règlement européen MiCA, la note avance trois recommandations :

- Interdiction des cyberjetons multi-émetteurs ;
- Renforcement de la surveillance prudentielle de tous les émetteurs opérant dans l'UE ;
- Développement de l'euro numérique comme une alternative publique sûre, adaptée à certains des usages identifiés.

Introduction

Depuis l'avènement de la technologie blockchain, l'espace monétaire et financier a été investi par une multitude d'acteurs privés qui rivalisent d'ingéniosité pour promouvoir leurs services. Dans l'univers très agité des cryptos, l'essor des échanges en stablecoins privés (jetons indexés) représente la tendance marquante en 2025-2026. Aujourd'hui, la valeur globale de ces instruments excède les 300 milliards de dollars, avec deux émetteurs majeurs, Tether et Circle. Même si leur activité peut ressembler à certaines missions bancaires, les principales sociétés émettrices de stablecoins ne sont pas des banques (voir plus bas). Alors que les utilisateurs se pressent aux guichets virtuels, les acteurs du monde financier « traditionnel », notamment les banques, échafaudent à leur tour des projets de stablecoins, aux Etats-Unis, mais aussi en Europe. Comme l'indique le *Cryptocrime* report de Chainalysis, cette tendance « *demonstrates the demand for 24/7, instantaneous, cross-border, cheap, and easy value transfer.* » (p.1)[1] Contrairement aux jetons de première génération (type bitcoin ou ethereum), les jetons stables ont été conçus pour garder une valeur constante par rapport à un actif spécifique, généralement une monnaie fiduciaire. L'immense majorité de ces tokens sont ancrés sur le dollar américain avec parité théorique entre le jeton et l'US Dollar ; aujourd'hui, leur capitalisation représente environ 15 % du marché total des crypto-actifs.

On peut se demander en premier lieu pourquoi la demande de jetons stables croît aussi fortement : quels sont les motifs qui créent un tel appétit pour ces nouveaux «corridors» de paiement ? Pour leurs utilisateurs, les stablecoins représentent une promesse de stabilité, de liquidité et de rapidité. En revanche, au niveau systémique, les « cyberjetons indexés » (selon la terminologie du Comité Européen du Risque Systémique) paraissent plus inquiétants, car la résistance de leurs émetteurs face aux crises de confiance doit être interrogée. En effet, des phénomènes de panique peuvent se matérialiser, décuplés par les asymétries réglementaires. Paradoxalement, la régulation prudente de l'UE pourrait s'avérer plus déstabilisante que le permissif GENIUS Act nord-américain. En effet, dans le monde des stablecoins, les corridors connectent les réserves des émetteurs et, puisque les degrés de protection des détenteurs ne sont pas homogènes, une alarme sur un jeton particulier est susceptible de provoquer des effets rebonds dans une autre zone… On pourrait voir surgir un nouveau type de *bank run* (par ricochet) où la défiance envers un établissement se propagerait à un autre, comme si des inquiétudes sur la solidité de JP Morgan provoquaient une ruée aux guichets de la BNP ! Malgré des avis assez alarmants sur le sujet émis par le Comité Européen du Risque Systémique (CERS) et la BCE, qui appellent à la mise en place de garde-fous pour les émetteurs à schéma multi-juridictionnel, les organes politiques de l'UE s'emparent timidement du sujet. Avant d'évoquer ces questions, indiquons d'abord les principales caractéristiques de ces instruments insolites.

[1] L'entreprise privée Chainalysis analyse les données blockchain et étudie les profils des utilisateurs. Ses données sont compilées puis proposées aux régulateurs et institutions financières. Chainalysis publie deux rapports annuels, le *Crypto Crime Report* et le *Geography of Crypto Report*.

1. Différence entre crypto-actifs et jetons indexés

Les prix des crypto-actifs de « première génération » (bitcoin, ethereum, ripple…) sont extrêmement volatils, leurs cours ne dépendant que du volume de la demande. Depuis une dizaine d'années, les fonds d'investissement traditionnels s'intéressent à ces instruments, et les valorisations connaissent de multiples soubresauts. Après un premier sommet de capitalisation en novembre 2021 (3000 milliards $), le marché a décroché pour atteindre un point bas en décembre 2022 à 800 milliards $ (on a alors évoqué un «hiver des cryptos» suite à la faillite de FTX, alors deuxième plateforme d'échange) puis l'arrivée de Donald Trump au pouvoir a propulsé ce marché à 3.700 milliards début 2025, pour revenir à environ 2500 milliards mi-2026.

Parallèlement aux cryptos à cours libre, les jetons stables apparus en 2014 sont adossés à une valeur de référence. Ainsi, l'USDT de Tether -premier jeton de ce type en volume- est échangeable à parité avec le dollar américain, tout comme le second, l'USDC de l'entreprise Circle. Ces jetons sont convertibles « au pair » (à un taux de 1 pour 1) et transitent via des blockchains telles que Ethereum, Solana ou Tron. Cependant, leur logique d'émission diffère fondamentalement de celle du bitcoin : là où ce dernier est «gagné» par les mineurs les plus rapides à résoudre une équation, les sociétés émettrices de stablecoins obéissent à une logique proche de celle des banques. Tether et Circle -qui créent à elles deux plus de 90 % des stablecoins en circulation- sont en effet tenues d'adosser leurs émissions à des monnaies publiques, des titres de dette ou d'autres actifs sûrs (y compris des terres ou de l'or), qu'elles convertissent en jetons. En ce sens, l'USDT et l'USDC peuvent être considérés comme des avatars numériques du dollar. Afin de défendre la valeur des stablecoins vis-à-vis de leur actif d'ancrage, les émetteurs doivent détruire (« brûler » dans le vocabulaire correspondant) ou créer (« frapper ») des jetons pour ajuster leur nombre relativement aux réserves détenues. Il s'agit d'une activité de transformation d'actifs provenant de la sphère financière traditionnelle en tokens utilisables dans les échanges privés[2]. Même si leur activité s'insère dans la sphère des paiements, les principales sociétés émettrices de stablecoins ne sont pas des banques : elles n'octroient pas de crédits et, surtout, ne sont pas soumises aux mêmes exigences réglementaires[3].

[2] Le *business model* des émetteurs de tokens est extrêmement profitable car l'actif rapporte un intérêt, mais les tokens ne sont pas rémunérés.

[3] C'est la raison pour laquelle Bindseil propose la définition suivante des stablecoins : « electronic moneys issued by a private entity with narrow balance sheet made available in a distributed ledger », Bindseil, 2026, p.5. « Bilan étroit » et « registre distribué » sont bien les caractéristiques principales de ces sociétés, qui n'ont pas accès au bilan de la Banque Centrale ni ne sont couvertes par les mécanismes de garantie des dépôts.

Alors que le bitcoin avait été conçu comme un objet sans inscription au passif de son créateur, les jetons stables réintroduisent une comptabilité traditionnelle dans le bilan des émetteurs garants de l'ancrage. En effet, le bitcoin n'est pas émis mais produit : lorsque son cours décroche, personne ne peut exiger sa conversion auprès d'un émetteur. En revanche, lorsque Tether apparaît en 2014, la convertibilité de l'USDT en dollars traditionnels impose la convertibilité à la demande. La solidité financière de la société émettrice devient cruciale : les stablecoins sont des dettes privées dont la stabilité dépend de la crédibilité et de la liquidité de leur support (nous y reviendrons).

2. Les motifs de demande

Revenons aux débuts des stablecoins : ils répondirent à un problème très pratique du secteur crypto au moment où les investisseurs commençaient à pénétrer la sphère Bitcoin, dans les années 2012-2013. Ces traders cherchaient un moyen de se placer en position « neutre » sans avoir à revenir aux monnaies fiduciaires via des virements bancaires coûteux, lents et éventuellement soumis à la fiscalité. Pour répondre à cette demande, *Realcoin* a été lancé en 2014, avant d'être rebaptisé Tether en novembre de la même année. Le jeton USDT fut le premier stablecoin adossé au dollar déployé à grande échelle. La société Tether (enregistrée dans les Iles Vierges britanniques) permettait aux *traders* en bitcoin de rester dans l'écosystème crypto tout en détenant un actif stable entre deux opérations risquées. C'est cette antériorité vis-à-vis des autres jetons indexés (dont certains ont décroché, comme BitUSD adossé au jeton de BitShares jusqu'en 2018) qui a installé Tether à la première place. Pourtant dès 2018-2019, Tether a suscité des doutes sur l'authenticité de ses réserves : des investigations montrèrent que l'actif de la société pouvait être nettement inférieur à l'ensemble des jetons émis au passif[4]. C'est précisément à ce moment que Facebook et un consortium de 27 sociétés (dont Visa et Mastercard) annoncèrent le lancement d'un stablecoin global (le projet Libra ; voir Desmedt 2019 et Dufrêne 2019). Gagé sur un panier de devises, Libra avait vocation à devenir un moyen de paiement universel… mais l'hostilité du Congrès Américain et d'autres entités de régulation amenèrent Mark Zuckerberg et ses associés à enterrer le projet. C'est précisément l'initiative Libra, perçue comme une menace pour la stabilité du système financier mondial, qui a incité les régulateurs européens à construire le cadre réglementaire *MiCA (Markets in Crypto Assets,* voir plus bas).

S'appuyant sur une réduction du nombre d'intermédiaires et des coûts extrêmement réduits, les stablecoins ont ouvert de nouveaux corridors dans les circuits des paiements, que ce soit pour accéder à l'univers des cryptos, se protéger de contextes monétaires instables ou contourner les contrôles. On peut résumer les motifs de recours aux stablecoins par quatre E :

[4] En 2021, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) et un procureur de New York ont infligé une amende de plus de 40 millions de dollars à Tether, ayant établi que les réserves de l'USDT n'étaient pas intégralement constituées de dollars, mais d'un mélange d'actifs de qualité variable.

- **Engagements vers le monde crypto** : pour de nombreux utilisateurs, l'intérêt de transférer de la valeur *via* les jetons stables réside dans l'accès à une technologie de paiement rapide ancrée dans l'univers crypto, sans les contraintes fiscales liées aux opérations en monnaies traditionnelles. Dès leur origine, les stablecoins sont des «corridors» ou des «rampes» entre monnaies officielles et crypto-actifs. Pour l'acquéreur de ces jetons, l'objectif n'est pas de réaliser un gain en achetant bas pour revendre haut - comme avec le bitcoin-, mais de conserver une valeur stable pour effectuer du trading sur des plateformes, investir ou régler des achats en ligne. Dans la vague actuelle de *tokenisation*[5], les stablecoins validés par blockchain permettent l'échange simultané de deux actifs en une seule transaction et suppriment le risque de règlement : « Distributed ledgers compress these processes into a single environment, where issuance, trading, settlement and custody can occur continuously. » (Lagarde, 2026). Pour le moment, en France, un investisseur peut convertir ses cryptoactifs en jetons stables sans déclencher l'impôt.

- **Envois et transferts internationaux (*remittances*)** : l'acquisition de jetons stables permet d'effectuer des remises rapidement et à coût réduit au niveau international. Là où encore récemment des sociétés telles que *Western Union* avaient un quasi-monopole, ces nouveaux instruments permettent d'effectuer des transferts de manière relativement sûre. D'après la Banque Mondiale, les coûts sur les transferts internationaux pour les montants modestes (200$) s'élèvent à 6,5% et aux Philippines, par exemple, les *remittances* représentent environ 10% du PIB. Ces conditions expliquent qu'actuellement pour les « travailleurs de Manille, les smartphones se transforment en crypto-banques » (*The Economist*, février 2026). Des études estiment que les flux à destination de pays à revenus faibles ou intermédiaires s'élevaient à environ 700 milliards de dollars en 2025[6].

- **Refuge en cas d'effondrement de la monnaie nationale et abri contre l'inflation** : dans les pays qui enregistrent de fortes hausses des prix domestiques, où il y a « fuite devant la monnaie », les jetons gagés permettent de placer une partie des revenus dans une devise « de réserve », notamment là où un contrôle des changes a été mis en place. Dans certains pays comme l'Inde ou le Brésil, la volatilité des taux de change combinée à l'absence de taxation sur ces instruments explique l'engouement croissant pour les stablecoins privés. Il ne s'agit pas de spéculer ou faire des gains mais plus basiquement de préserver le pouvoir d'achat. Selon le rapport de Chainalysis, les ménages turcs, indiens, ukrainiens… ont fortement recours à ce type de pratique. Si certaines institutions financières y voient une avancée en matière d'inclusion financière, d'autres n'hésitent pas à qualifier ce phénomène de « *dollarisation digitale* » (Gupta, 2025 ou Coburger, 2025).

[5] *Tokenisation* : en finance, conversion d'actifs réels en avatars numériques (*tokens*).

[6] Selon l'Inter-American Development Bank. Pour ne pas être totalement évincée, Western Union a annoncé en mai 2026, le lancement de l'USDPT, stablecoin géré par la firme : « By integrating a regulated digital dollar directly into our network, we're creating a more efficient settlement layer that supports partners, agents and future consumer use cases -all while preserving the trust and scale that define our brand.", https://ir.westernunion.com/news/archived-press-releases/press-release-details/2026/Western-Union-Launches-USDPT-on-Solana-Advancing-Regulated-Digital-Infrastructure-for-Global-Payments/default.aspx

- **Embargo et recours à des dollars furtifs** : au niveau international, de multiples acteurs ont intérêt à opérer leurs règlements de manière clandestine, que ce soient les pays soumis aux sanctions internationales ou les réseaux criminels. L'utilisation de jetons stables permet de mener des transactions dans l'ombre, sans avoir recours directement aux paiements en dollars officiels et traçables par les systèmes bancaires. Alors que le volume des cryptomonnaies illicites a atteint des sommets au cours de l'année 2025, avec une hausse de près de 145 % par rapport à l'année précédente (pour atteindre environ 160 milliards $), les stablecoins occupent une place importante dans l'ensemble de ces flux parallèles. Par exemple, la Russie, pour éviter l'asphyxie financière (suite à la déconnexion des réseaux Swift, Mastercard et Visa) a lancé le jeton A7A5 adossé au rouble (un « rouble fantôme », d'après *Les Échos*). Ainsi, le Kremlin a créé un circuit qui a permis le transit de plus de 70 milliards de dollars américains. D'autres Etats tels que le Venezuela ou l'Iran ont eu recours au même type de procédé (via Tether, notamment). Aux Etats-Unis, l'OFAC *(Office of Foreign Assets Control*) a désigné plusieurs plateformes et adresses de portefeuilles utilisés par des acteurs iraniens pour convertir des cryptos, dont de l'USDT, en devises étrangères[7]. Les plateformes Garantex (Russie) et Nobitex (Iran) ont été mises en cause dans le règlement de transactions pétrolières informelles ainsi que dans le financement d'importations de biens sous embargo. En conséquence, voici ce que constate le dernier rapport du « Crypto Crime » établi par *Chainalysis* : « Au cours des dernières années, les stablecoins ont pris une place dominante dans le paysage des transactions illicites, et représentent désormais 84 % de l'ensemble du volume de ces échanges. » (Chainalysis, 2026, p.4).

Du point de vue des utilisateurs, une cartographie exacte est difficile à établir : si la blockchain détaille les données de transactions, l'identité des utilisateurs reste sous pseudonyme. Cependant, en recoupant les informations, Chainalysis montre dans son rapport annuel *Geography of Crypto* que l'adoption des stablecoins est particulièrement forte dans les pays à inflation élevée : au Nigeria, en Indonésie, en Turquie ou en Inde, l'incertitude sur la stabilité de la monnaie motive la majorité de la demande de jetons indexés (on trouve aussi l'Ukraine ou la Moldavie). Adoptant une approche plus globale, l'*External Sector Report* publié par le FMI pour l'année 2025 indique qu'au niveau mondial, les flux inter-régionaux des deux principaux jetons indexés (USDT et USDC) sont nettement plus importants que les flux intra-régionaux, sauf pour l'Asie-Pacifique et l'Amérique du Nord. Dans ces deux zones, l'importance des échanges internes tiendrait à la concentration des plateformes d'échange crypto, alors que dans le reste du monde, les transferts externes dominent. Même s'ils sont relativement peu élevés, les flux en provenance d'Afrique, Amérique Latine et Asie vers l'Europe représentent une tendance marquée (IMF, 2026, p.64).

[7] A Manhattan, un juge fédéral a été saisi par des victimes de terrorisme pour exiger que Tether remette 300 millions de dollars en USDT détenus par l'Iran. Tether est surveillé depuis des années par la justice américaine pour flux frauduleux, voir par exemple le *Wall Street Journal* du 25 octobre 2024.

Les stablecoins : motifs de recours (*« quatre E »*), utilisation et enjeux

Au niveau mondial il existe un clivage notable : dans les pays à revenus élevés, les usagers de stablecoins s'engagent dans la sphère crypto (motif d'investissement) alors que dans les émergents, il s'agit avant tout d'effectuer des transferts, de préserver son pouvoir d'achat pour placer son épargne *offshore* (motif de précaution) voire d'échapper à la surveillance.

Typologie d'usages et des risques associés aux stablecoins :

Motif	Description	Pays/zones	Utilisateurs	Enjeux de régulation
Engagement vers le monde crypto	Les stablecoins servent de « pont » entre monnaies officielles et crypto-actifs (pour investir ou payer en ligne)	Etats-Unis (GENIUS Act), Singapour, U.E. (MiCA), Japon…	**Investisseurs privés (ménages et fonds)**	Supervision des mécanismes d'émission et d'échange (solidité et liquidité des bilans)
Envois et transferts internationaux (*remittances*)	Les stablecoins permettent des transferts internationaux rapides et peu coûteux	Philippines, Mexique, Nigeria, Venezuela…	**Ménages** Flux mondiaux vers pays à revenu intermédiaire ≈ 700 Md$ en 2025	Protection des consommateurs (transparence des frais, garanties de remboursement) ; supervision des prestataires de services sur actifs numériques (PSAN)
Effondrement de la monnaie nationale / abri anti-inflation	Dans les pays à forte inflation ou sous contrôle des changes, les stablecoins servent de réserve de valeur/protection du pouvoir d'achat	Turquie, Inde, Indonésie, Ukraine, Brésil…	**Ménages, institutions financières** Ex : acquisitions de stablecoins en Turquie ≈ 4% du PIB en 2024	Risque de contournement du contrôle des changes et de perte de souveraineté monétaire
Embargo et recours à des dollars furtifs	Utilisation de stablecoins pour règlements clandestins (pas de traçabilité bancaire) : contournement des sanctions internationales, financement d'activités illicites	Russie (jeton A7A5), Venezuela, Iran… plateformes Garantex et Nobitex	**Réseaux criminels, institutions financières ou Etats sanctionnés** Volume crypto illicite 2025 ≈ 160 Md$ (+145 % par rapport à 2024)	Lutte anti-blanchiment et respect des sanctions internationales ; coopération internationale entre régulateurs et autorités de sanction

Même si l'offre de stablecoins est très diversifiée, les acteurs (ménages, entreprises ou Etats) ont essentiellement recours à l'USDT de Tether et l'USDC de Circle (90% du marché). La société Tether est enregistrée aux Iles Vierges britanniques et au Salvador, Circle au Delaware (et cotée à Wall Street), juridictions explicitement *« crypto-amicales »* (contraintes allégées, fiscalité attrayante…). Cet accueil favorable aux cryptos se mesure par une faible imposition des plus-values (Malte, Salvador…) ou un cadre réglementaire souple (Suisse, Singapour…). Dans certaines juridictions (Bahamas, Liechtenstein ou Ukraine) où la pénétration des crypto-actifs est forte, ceux-ci sont définis comme des actifs digitaux, sans précision particulière sur leur positionnement dans le droit financier. Dans ces juridictions il est donc rare que des réserves soient exigées pour l'émission de stablecoins.

3. Les approches réglementaires

Paradoxalement, alors que Satoshi Nakamoto avait conçu le bitcoin en 2008 pour s'affranchir de toute territorialité, depuis 2025, l'administration Trump entend faire des États-Unis la « capitale mondiale des cryptos », en misant sur les projets de jetons privés. Paul Atkins, désormais à la tête de la *Securities and Exchange Commission,* proclame que «l'heure des cryptos a sonné». Dans cette optique, le président a ordonné à la Réserve fédérale de suspendre ses travaux sur le dollar numérique public et a instauré un environnement réglementaire particulièrement favorable aux cryptomonnaies privées. La situation reste très contrastée ailleurs dans le monde : l'Europe et la Chine, notamment, poursuivent le développement de monnaies numériques de banque centrale (stablecoins publics), tandis que dans plusieurs pays émergents, une partie de la population se tourne avec intérêt vers les cyber-jetons privés.

Loi GENIUS

Aux Etats-Unis, la loi GENIUS de juillet 2025 (*Guiding and Establishing National Innovation for US* Stablecoins) a renversé l'attitude plutôt prudente de l'administration Biden vis-à-vis des stablecoins. GENIUS, qui se concentre sur l'encadrement des émissions des stablecoins de paiement, n'est pas seulement une mesure de protection des consommateurs et de stabilité financière, l'administration Trump la décrit explicitement comme un outil pour assurer « la domination mondiale continue du dollar américain » et dynamiser la demande de bons du Trésor US. La loi permet aux banques et aux entités non bancaires d'enregistrer des stablecoins libellés en dollars au niveau des Etats (Californie, par exemple) pour les émissions de taille modeste (jusqu'à 10 milliards de dollars) ; seuls les émetteurs de stablecoins dépassant ce seuil sont soumis à la réglementation fédérale du Bureau du contrôleur de la monnaie et de la Fed. Ils doivent répondre à des exigences plus strictes quant aux montants de leurs réserves et leur transparence[8].

[8] L'équivalent de l'OCC dans la zone euro serait le MSU (Mécanisme de Surveillance Unique) qui supervise les banques significatives, alors que les autorités nationales telles que l'ACPR, se chargent également des institutions plus modestes.

En mars 2026, la SEC a établi une taxonomie qui limite désormais son propre champ d'intervention[9]. Paul Atkins a précisé que les biens numériques (« *digital commodities* » comme Bitcoin ou Ethereum), les outils numériques (« *digital tools* », type badge ou médaille), les objets de collection (NFT) et les stablecoins échappent désormais à la compétence directe de la SEC. La seule classe d'actifs restant soumise aux lois sur les valeurs mobilières sont les titres traditionnels tokenisés (« *digital securities* »). Ajoutons qu'aux Etats-Unis les nouveaux régulateurs nommés entretiennent des liens étroits avec le secteur crypto, qui fut en 2024 le premier contributeur financier à la campagne républicaine. *The Economist* évoque une « cryptocratie » où appartenance au pouvoir politique et décuplement de la richesse en cryptos vont de pair. Du point de vue de la surveillance globale, Barry Eichengreen formulait dans le *New York Times* des réticences importantes : « Les régulateurs peinent déjà à surveiller les banques bénéficiant d'une garantie de dépôt. Comment pourraient-ils gérer efficacement des centaines, voire des milliers de stablecoins émis par des banques, des entreprises technologiques et des sociétés de cryptomonnaies ? » (juillet 2025).

La situation est inédite : en imposant des réserves aux émetteurs de jetons, la première économie mondiale s'assure une demande structurelle pour le dollar et, surtout, pour ses bons du Trésor, permettant ainsi à l'Etat de financer son déficit tout en consolidant le rôle international de sa monnaie (voir Klooster, Martino, Monnet, 2025). On assiste en somme à l'avènement d'une nouvelle forme de « planche à billets », numérique cette fois. Mécaniquement, une demande croissante d'USDT ou d'USDC se traduit par une demande équivalente de titres de dette américains, l'actif devant progresser au même rythme que le passif. Les stablecoins adossés au dollar transforment ainsi de la dette publique américaine en cyber moyen de paiement non rémunéré[10]. Des recherches indiquent qu'un afflux de 3,5 milliards USD dans ces stablecoins en dollar réduit les rendements des bons du Trésor à trois mois d'environ 2,5 à 3,5 points de base dans des conditions normales (voir Ahmed et Aldasoro, 2025)

Comme l'indique D. Gabor, « *The new US regulatory system seeks to cement the USD status as the global reserve currency within the rapidly expanding crypto-sphere, pre-emptively foreclosing the space for rival sovereign digital currencies or non-dollar* stablecoins*, and to increase demand for US government debt, reinforcing its status as global safe asset.* » (2025, p.31) Déjà, des institutions telles que JPMorgan, Citigroup ou Bank of America envisagent de lancer un *stablecoin* commun, tandis que des acteurs non bancaires -Amazon, Walmart, Meta et bien d'autres- y réfléchissent à leur tour, attirés par la perspective de court-circuiter Visa et Mastercard grâce à leurs propres jetons.

Le contraste avec l'Europe est saisissant : alors que la zone représente environ 1/3 des transactions mondiales fin 2025, les stablecoins privés libellés en euros restent quasi inexistants, avec une capitalisation représentant moins de 1 % du total mondial. Le plus important *stablecoin* libellé en euro – l'EURC de Circle – ne se classe qu'au vingtième rang mondial (le deuxième jeton indexé en Euro et l'EURCV de Société Générale – Forge). Ainsi, une part croissante des transactions de crypto-actifs en Europe sont effectuées en dollars tokenisés, plutôt qu'en euros.

[9] Voir https://www.congress.gov/crs-product/LSB11415

[10] « Tether et USDC détiennent, à eux deux, plus de bons du Trésor américain que l'Arabie saoudite », Rey, 2025.

Règlement MiCA

Actuellement dans la zone euro, les motifs *Envoi, Effondrement* et *Embargo* (transferts internationaux, protection contre l'inflation ou contrebande), sont moins pressants en interne que dans d'autres zones du monde. Suite à l'annonce du projet Libra, le règlement sur les marchés des crypto-actifs (MiCA) a introduit les jetons stables dans le périmètre réglementaire dans l'Union Européenne en 2024. Ce texte impose un cadre aux établissements qui comptent offrir au public ou admettre à la négociation des cyberjetons. MiCA distingue les jetons de monnaie électronique (*electronic money token*, EMT) des jetons gagés sur actifs (ART). Les premiers défendent une parité unitaire avec une unique monnaie *fiat*, dollar ou euro, en constituant des réserves dans la même devise. Les ART (*Asset-referenced tokens*) ont une valeur ancrée sur des paniers de devises, des crypto actifs, ou d'autres richesses (métaux précieux par exemple)[11].

MiCA exige que tout émetteur de *stablecoin* "adossé à une monnaie" (ou EMT) soit agréé comme établissement de monnaie électronique, ou comme établissement de crédit, dans un État membre de l'UE. Circle a obtenu son agrément par l'ACPR (France), ce qui lui permet de distribuer l'USDC et EURC dans l'Union, de même pour Société Générale – Forge (pour l'EURCV). Par contre Tether n'a pas cet agrément. MiCA impose des audits indépendants réguliers et une publication détaillée de la composition des réserves pour les ART. Tether est domicilié aux Îles Vierges Britanniques (et au Salvador), hors juridiction européenne, et publie des attestations trimestrielles réalisées par le cabinet BDO Italia, mais ces documents sont des attestations comptables et non des audits complets. Depuis fin 2024, les plateformes régulées en Europe ont progressivement retiré l'USDT de leurs offres pour les clients européens. En conséquence, l'USDT reste accessible via des plateformes non régulées ou des portefeuilles décentralisés, mais sort du périmètre de la finance régulée européenne[12]. Actuellement MiCA interdit de fait aux grandes plateformes commerciales type Amazon ou Meta d'émettre des stablecoins en Europe (elles ne peuvent pas obtenir l'agrément EME)[13]. Mais si ces firmes lancent un *stablecoin* sous le *GENIUS Act*, les acteurs européens devront décider s'ils l'acceptent comme moyen de paiement ou de règlement — sous pression concurrentielle forte.

Désormais, plus de 40 stablecoins sont réglementés sous MiCA dans onze États membres de l'UE. Surtout, depuis que Circle a acquis la conformité européenne, le volume des USDC en Europe a été décuplé. Ainsi, le premier jeton privé libellé en euros, l'EURC, est émis par la filiale française d'une société américaine[14]. Actuellement, plusieurs « corridors » de stablecoins internes émergent en Europe : des voies privées et une initiative publique. Des acteurs comme Circle ou Société Générale proposent des stablecoins indexés sur l'euro (EURC ou EURCV).

[11] Avec MiCA, c'est l'ABE (Autorité Bancaire Européenne) qui joue le rôle de superviseur de référence pour les émetteurs de *stablecoins* significatifs (les ART et EMT de grande taille), ce qui en fait l'équivalent fonctionnel de l'OCC dans ce contexte précis. En novembre 2026, l'USDC est devenu « significatif » : depuis il n'est plus supervisé par l'ACPR mais par l'ABE.

[12] Fin 2024, Tether a retiré son *stablecoin* en euro (EURT) plutôt que de se plier à des exigences que la société jugeait incompatibles avec son modèle. Au contraire de Tether, à l'image controversée, Circle s'est engagé dans une démarche de coopération avec les régulateurs.

[13] Ainsi juste avant la date butoir du 1er juillet 2026 (fin de la période d'agrément), la plateforme Binance (300 millions de clients au total) a notifié à ses usagers européens qu'elle cessait de leur fournir ses services, faute d'avoir obtenu l'agrément MiCA. Selon le *Wall Street Journal*, la société n'aurait pas convaincu sur son engagement sur la lutte anti-blanchiment, 1/7/2026

[14] Circle SAS, société de droit français, filiale de Circle LLC (Etats-Unis). L'EURC affiche une valorisation dix fois inférieure à celle de l'USD1, le jeton de *World Liberty Financial* de la famille Trump (ancré sur le dollar).

Cependant leur adoption reste très faible comparée à l'USDT ou à USDC. Très récemment, 37 grandes banques européennes se sont réunies dans une entité dédiée, QiValis. Des institutions telles que BNP Paribas, ING, UniCredit, Intesa Sanpaolo, Rabobank… sont parties prenantes. Enregistrée aux Pays-Bas, la structure a demandé un agrément d'établissement de monnaie électronique (EME) auprès de la Banque Centrale néerlandaise. Le jeton créé par Qivalis devrait être compatible avec MiCA (dans la catégorie EMT, voir Asgari, 2026). Christine Lagarde s'est montrée sceptique vis-à-vis de ces projets de jeton indexé privé car la BCE travaille depuis des années sur l'euro numérique, un *stablecoin* public. La Commission européenne a clairement exposé sa position, estimant que « l'absence d'une forme de monnaie de banque centrale utilisable dans l'économie numérique pourrait saper le rôle d'ancrage de la monnaie de banque centrale, affaiblissant ainsi la stabilité financière et la souveraineté monétaire de l'UE ». Cette Monnaie Numérique de Banque Centrale pourrait-elle offrir une alternative crédible à l'USDC/USDT en proposant un *stablecoin* souverain/public (voir Dissaux, 2023) ?

En termes prudentiels, *MiCA* fixe les garanties avec des seuils de fonds propres et de frais généraux. Du point de vue des garanties apportées en collatéral, l'approche étatsunienne diffère de la réglementation européenne, avec un risque systémique plus important : *« Under MiCAR, 30% of reserve assets must be held in fully liquid bank deposits while the remainder may be invested only in 'highly liquid financial instruments'. The EU regime imposes strict liquidity constraints, thereby enhancing resilience to liquidity shocks but restricting issuers' ability to generate returns. By contrast, the US framework allows a broader range of liquid assets, including treasury securities, money market fund shares, repos and reverse repos backed by liquid assets, granting issuers greater investment flexibility and potential profitability, albeit at the cost of higher systemic risk »* (Sotiropoulou, Direr, 2026). Au total, le cadre établi dans l'U.E. apparaît comme bien plus contraignant et moins permissif que le *GENIUS Act*[15]. Toutefois, paradoxalement, en dépit (ou à cause) d'un fort niveau de protection, les risques existent.

4. Des risques inédits

On l'a dit, pour les jetons stables, la solidité financière de la société émettrice est centrale : les stablecoins sont des dettes privées dont la stabilité dépend du degré de crédibilité (et de liquidité) de l'émetteur. Lorsque la confiance est maintenue, ils fonctionnent comme prévu mais lorsqu'elle s'affaiblit, l'exigence de remboursement peut surgir extrêmement rapidement. On retrouve un phénomène très ancien de l'histoire bancaire, celui des paniques ou « ruées » (*bank runs*)[16].

[15] Bindseil suggère que cette divergence réglementaire est due à une influence importante des banques en Europe, alors que le secteur crypto a plus d'ascendant aux Etats-Unis : « Comparing the Genius Act and MiCAR suggests that the balance of political influence between banks and the crypto industry currently differs across the Atlantic: Contrary to the American banks, European banks were able to obtain in MiCAR (i) an effective prohibition of remuneration (by including CASPS in the scope of the prohibition) and (ii) an obligation of significant stablecoins to deposit not less than 60% of their reserves with banks. », Bindseil, 2026, p.23.

[16] « Comme toute banque, fonds monétaire ou institution de monnaie électronique, les stablecoins sont confrontés à un problème fondamental de gestion du risque de liquidité. […] les établissements de monnaie électronique et les stablecoins sont spécialisés dans l'émission de moyens de paiement, n'ont pas accès au crédit de la banque centrale et n'ont donc normalement que des passifs à vue et des capitaux propres comme sources de financement et nécessitent globalement un portefeuille d'actifs extrêmement liquides. », Bindseil, 2023, p. 209.

-Aléas d'un nouveau genre

Les cryptos ont rejoint depuis quelques années une strate difficile à délimiter précisément, et en perpétuelle mutation, celle des « quasi-monnaies » que K. Pistor définit ainsi : « cette monnaie privée présente un risque auquel la monnaie nationale n'est pas confrontée : le risque de liquidité. Seule la monnaie nationale peut, potentiellement, être disponible en quantité illimitée. De son côté, la monnaie privée est limitée par le fait que les autres acteurs privés soient prêts à l'accepter ou non, et cela dépend des perspectives de gains qu'elle offre » (Pistor, 2023, p. 139). Au début des années 2000, parmi les institutions qui émettaient ces quasi-monnaies, on trouvait des fonds monétaires (*Money Market Funds*), des billets de trésorerie adossés à des actifs (*Asset-Backed Commercial Paper* avec Bank of America, Citigroup, J.P. Morgan), des fonds spéculatifs, des accords de mise en pension (*repo pour repurchase agreement*)… En cas de montée des tensions sur les marchés financiers, la qualité des quasi-monnaies est questionnée, car la convertibilité entre les types d'instruments (monnaie centrale, monnaie bancaire, quasi-monnaies) peut poser problème. C'est précisément ce qui s'est passé à partir du second semestre 2007 : le marché des ABCP fut fermé à l'automne. Une réaction en chaîne se diffusa du niveau des quasi-monnaies vers le niveau supérieur, celui des monnaies bancaires (dans une «course vers la qualité»). Ce phénomène se poursuivit jusqu'à la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008.

De manière un peu similaire, si des segments de jetons indexés sont soumis au doute, le système pourrait entrer en crise, avec possibilités de *stablecoin runs*. Le Passif de l'émetteur est sous tension et l'Actif doit être immédiatement réalisable… On peut d'ailleurs rapprocher l'attrait actuel des stablecoins à celui exercé par les *Money Market Funds* (fonds monétaires) avant la crise de 2008 : ces fonds investissaient dans des instruments à court terme et faible risque. Au moment de la faillite de Lehman Brothers, une ruée des déposants s'est déclenchée sur les MMF, avec des retraits massifs, ce qui a asséché le marché des liquidités. En effet, les deux instruments partagent une promesse similaire (celle d'être remboursable à valeur fixe) et une faiblesse comparable (un adossement à des actifs non liquidables instantanément). «Comme les stablecoins centralisés s'appuient sur un modèle fortement inspiré des fonds monétaires traditionnels, ils sont naturellement exposés aux mêmes sources de fragilité. Leur stabilité repose entièrement sur la croyance partagée en leur convertibilité. Le moindre doute peut entraîner un mouvement de panique parmi les utilisateurs cherchant à convertir leurs stablecoins avant que le protocole ne devienne insolvable.» (Bertucci et alii, 2023). Mais les MMF, plus anciens et mieux réglementés disposent d'amortisseurs - seuils de liquidité minimum, tests de résistance réguliers et mécanismes de suspension temporaire des rachats (avec frais imposés aux sortants). Rien de tel pour les stablecoins qui n'ont dans l'état actuel de la régulation (que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis) pas de mécanisme équivalent : leur promesse de rachat permanent élimine l'élément permettant d'amortir un *run*. En conséquence, tout doute sur la qualité de l'Actif de l'émetteur peut provoquer des demandes de conversion immédiates. C'est pourquoi le statut de quasi-monnaie transactionnelle qu'occupent aujourd'hui les stablecoins peut légitimement susciter des inquiétudes (BIS, juin 2026)

Pour l'instant, il existe peu d'exemples de décrochage mais quelques situations illustrent la fragilité de jetons qui peuvent devenir instables. En mai 2022, dans un contexte de hausse des taux américains et de demande de conversions massives, un stablecoin algorithmique, le TerraUSD a connu un « krach » et s'est volatilisé. Cet effondrement a alors révélé qu'un jeton censément robuste pouvait s'avérer très vulnérable, entraînant dans sa chute trois banques quasi exclusivement tournées vers l'univers crypto (*Silvergate, Silicon Valley Bank et Signature*). Grâce (à cause ?) de la numérisation, les réactions sont désormais extrêmement rapides : au printemps, alors que la panique se déplaçait vers des banques californiennes orientées cryptos, les déposants ont effectué le retrait de 25% de leurs avoirs enregistrés à la *Silicon Valley Bank* en 24h (9 mars 2023)[17] !

Dans les cas de panique, de nouvelles boucles de rétroaction se forment : lors de la faillite de la SVB en mars 2023, Circle a révélé que 3,3 milliards de dollars de réserves de USD Coin y étaient détenues (le reste des réserves étant géré par Black Rock). Pendant le week-end, les détenteurs ont pris peur et exigé immédiatement le change d'USDC en cash ou valeurs plus sûres. Le jeton a décroché et s'est alors négocié à 0,877 USD, soit plus de 12 cents en dessous du pair. Le lundi suivant, la Fed a fini par garantir les dépôts de SVB (pourtant en dehors de son périmètre) et l'USDC a regagné son cours de 1$...

Ainsi, alors que de plus en plus de détenteurs dans le monde se convertissent à ces jetons, le paradoxe est pointé par O. Havrylchyk : « Il est important de noter que les stablecoins sont loin d'être tous stables. » Pour le dire autrement, « Stablecoins are not safe assets » (Martino, Monnet, Perotti, 2026).

Multiémission et ruées obliques ou par ricochet

Dans le contexte actuel, certaines sociétés peuvent émettre des jetons interchangeables à partir d'entités réparties dans plusieurs pays, à partir de cadres juridiques différents. Ces systèmes de «cyberjetons indexés multiémetteurs» ajoutent une source de vulnérabilité en cas de crise : *« a multi-issuer stablecoin arrangement allows the same stablecoin to be issued by multiple entities established in different jurisdictions. Because these* stablecoins *are technically identical, they remain fully interchangeable on secondary markets, regardless of the specific issuing entity and regardless of the regulatory regime under which they were issued »* (Sotiropoulou, Direr, 2026). De fait, lorsque le même jeton stable est émis depuis des juridictions hétérogènes, les degrés de protection des détenteurs de ces tokens sont variables. En cas de doute, les investisseurs chercheront logiquement à convertir leurs jetons en « vraie » monnaie là où les protections sont les plus fortes. Or, dans le cas où un établissement d'émission serait enregistré à la fois aux Etats-Unis et dans un pays de l'U.E., il est communément admis que les garanties de *MiCA* sont les plus protectrices. Aujourd'hui, pour les investisseurs européens cherchant un stablecoin, les produits émis par Circle sont attractifs, car la firme américaine a travaillé à la conformité *MiCA* et dispose d'un agrément en Europe. De même, Paxos, qui propose un stablecoin en dollar, l'USDG, est enregistrée à Singapour et possède un agrément *MiCA* (via la Finlande).

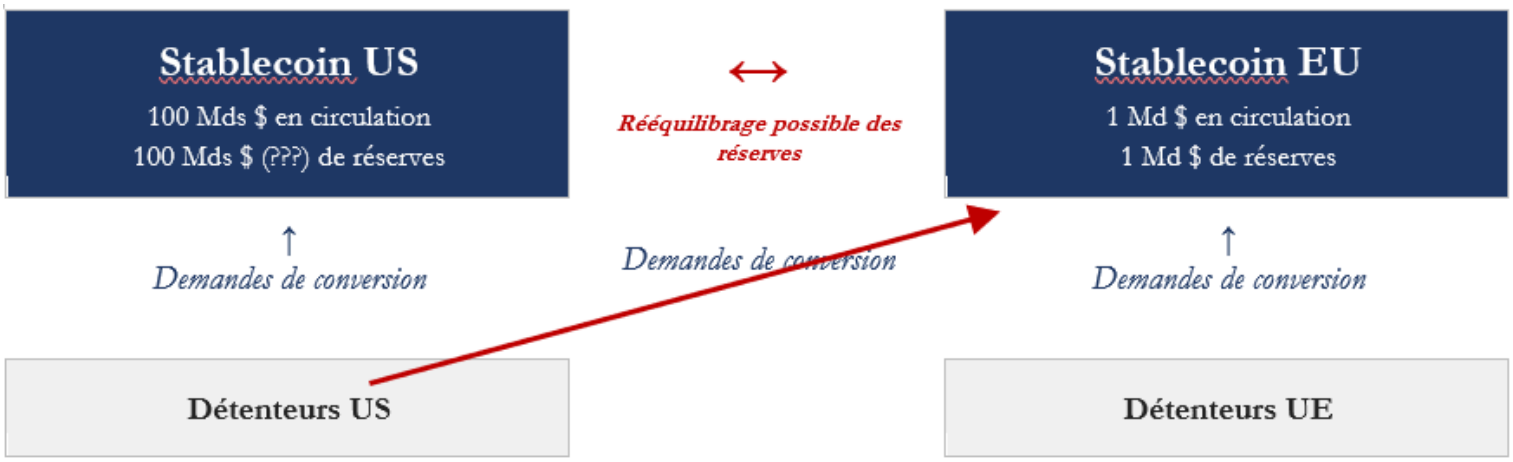
[17] Le Comité de Bâle souligne que la numérisation élimine des frictions qui pouvaient ralentir l'ampleur des sorties de liquidités (la prolifération des messages via de multiples canaux de communication accélère la diffusion des inquiétudes, surtout chez les déposants non assurés) ; voir Basel Committee, 2023.

Mais si un doute sur l'USDC se déclenche, puis un run sur ce jeton, les demandes de conversion risquent d'être bien plus pressantes dans l'UE qu'aux Etats-Unis (MiCA interdit par exemple les frais de rachat)[18]. Ainsi les réserves détenues dans l'UE seraient soumises à très forte pression (voir Portes, 2025). Concrètement, Circle émet USDC à la fois dans l'UE (via sa filiale française agréée) et hors UE (notamment aux États-Unis). Ces deux versions d'USDC sont fongibles : un jeton émis hors du territoire peut être présenté à l'entité européenne pour échange. Ainsi les réserves européennes, censées ne garantir que les USDC émis dans l'Union, se retrouveraient à devoir absorber une demande de rachat bien plus large que prévu en cas de "run par ricochet" ou oblique : un choc né hors juridiction se transmettrait mécaniquement aux détenteurs européens via la structure de réserve partagée, sans que ceux-ci en soient la cause.

Les fameux « corridors » de paiement ouverts par les stablecoins connectent les espaces d'utilisation : puisque les degrés de protection des détenteurs ne sont pas homogènes entre régions mondiales, une alarme sur un jeton particulier est susceptible de provoquer des effets rebonds ailleurs ou dans d'autres pays. Désormais, les rampes souterraines peuvent transmettre les convulsions d'une zone à l'autre, tandis que les autorités ne surveillent que la surface.

[18] *« In functional terms, MiCAR constructs stablecoins as strongly redeemable private-money claims: holders can demand par redemption without bearing exit costs. In other words, just as banks. The GENIUS Act seeks to produce a distinct form of private digital money centred around the MMF blueprint. While US regulated stablecoins will be redeemable, US primary legislation is less prescriptive on the operative features of that promise. »*, Martino, Monnet, Perotti, 2026, pp.6-7.

Risques de ruée « oblique »



Risque de décrochage : les détenteurs américains pourraient demander le remboursement de leurs jetons via « Stablecoin EU » plutôt que par « Stablecoin US », exposant l'entité européenne -avec des réserves bien moindres- à un afflux de demandes disproportionné.

Source : ECB, 2025

À ce propos, le Comité Européen du Risque Systémique (CERS ou ESRB) a émis un avis très alarmant en septembre 2025, soulignant qu' « il se pourrait que les émetteurs de l'Union aient à honorer des engagements, provenant à la fois de détenteurs de jetons situés dans l'Union et de détenteurs de jetons situés hors de l'Union, que les réserves surveillées par l'Union pourraient ne pas suffire à couvrir. (…) Ces défaillances structurelles exposent le système financier de l'Union au risque d'une contagion de crises provenant de pays tiers. » (p.2). Le Comité en déduit qu'il faudrait « instaurer d'urgence un cadre destiné à évaluer l'équivalence des régimes réglementaires et des régimes de surveillance des pays tiers » (p.5). Les garde-fous envisagés : limitation de la fongibilité, exigences de réserves plus élevées pour anticiper un run "importé" ou obligation de ségrégation stricte entre les réserves UE et non-UE[19]. La Banque Centrale Européenne a fait écho à ces préoccupations au même moment dans un courrier à un membre du Parlement Européen regrettant que « in the absence in non-EU countries of equivalence with MiCAR rules and of legal certainty concerning the free flow of the assets backing the stablecoin between the non-EU and EU countries, there is a risk of importing stablecoin runs from outside the EU and of failing to protect the interests of EU stablecoin holders and EU financial stability more generally. Moreover, the possibility of redemption fees being charged in the third country could incentivise third-country holders to redeem their stablecoins with the EU entity, which under MiCAR is prohibited from charging redemption fees. » (ECB, 25 septembre 2025, p.2).

[19] Mais pour Circle, fragmenter le jeton en versions "UE" et "non-UE" non interchangeables rendrait le *token* beaucoup moins attractif.

On le voit, la BCE et le CERS partagent une inquiétude commune au sujet des jetons indexés multiémetteurs, en évoquant la divergence de traitement, l'encadrement permissif aux Etats-Unis (*GENIUS*) pourrait fragiliser des émetteurs pourtant plus encadrés dans l'U.E. Le Comité conclut sa note par l'avis suivant : « il est recommandé à la Commission de ne pas considérer ces dispositifs comme autorisés dans le cadre actuel du règlement *MiCA* » (p.4).

Initialement, la Commission a été peu réceptive vis-à-vis de ces alertes : *« While the ECB and the European Systemic Risk Board urged the European Commission to ban the multi-issuance model, i.e. Eurodollar stablecoins, by November 2025 the Commission had not issued such a clarification. Instead it insisted that the existing MiCAR regulations address the risks of fungible stablecoins, de facto accepting that a stablecoin issued by a US entity in the US was equivalent to a stablecoin issued by its European arm and could be redeemed in Europe if it met MiCAR compliance rules. »* (Gabor, 2025, p.31) Ainsi, à mesure que l'utilisation des *stablecoins* augmente, il en va de même de potentielles boucles de rétroaction entre perte de confiance et demandes de conversion. Paradoxalement l'U.E. apparaît fortement exposée aux risques de déstabilisation.

Entre la voie nord-américaine permissive vis-à-vis des stablecoins (et des facilités de financement des déficits publics qu'elle ouvre) et la voie européenne qui tente d'épauler les initiatives privées sans obérer la possibilité d'un euro numérique souverain, il existe une troisième piste. Au Japon, le superviseur (*Financial Services Agency*) stipule que les stablecoins ne peuvent être émis que par des banques et des institutions financières désignées et relèvent du cadre réglementaire bancaire nippon. On peut voir dans cette posture la trace de deux faillites de plateformes qui ont eu un impact majeur dans le pays (MtGox en 2014, FTX en 2022). Ces crises ont généré une culture de supervision très stricte. Ainsi les risques de la multiémission sont considérablement limités.

Conclusion

La valeur globale des stablecoins excède aujourd'hui les 300 milliards de dollars (contre seulement un milliard en 2018), certains estiment qu'elle pourrait être multipliée par dix d'ici cinq ans : cet essor pose de nombreux défis, notamment en termes réglementaires et de stabilité financière. En effet, ces transformations font peser des risques réels : fin 2025, le Comité Européen du Risque Systémique a été très clair sur les risques provoqués par les cyberjetons indexés multiémetteurs. On pourrait se dire qu'après tout, les risques sont localisés dans la sphère des utilisateurs et des émetteurs de ces cryptos… mais la crise bancaire américaine de 2023 montre que les autorités sont parfois amenées à intervenir plus massivement que prévu. En effet, la rapidité de diffusion des informations et des ordres provoque des ajustements de bilans extrêmement brutaux : au moment de la faillite de SVB, alors même que les établissements fragilisés ne dépendaient pas de son périmètre, la *Federal Deposit Insurance Corporation* a immédiatement couvert l'intégralité des dépôts de banques défaillantes pour limiter le risque de contagion (AMF 2023, p.19). Or, à cette époque, l'exposition des grandes banques, des fonds et des particuliers à ces instruments était assez limitée ; elle est aujourd'hui bien plus élevée.

Finalement, on peut dire que le slogan trumpien de la campagne de 2024, « *Drill, Drill, Drill* », initialement destiné aux industries extractives s'applique désormais à l'univers des paiements. En effet, une société comme Tether poursuit une activité de forage des terrains monétaire et financier, car elle propose à ses utilisateurs d'emprunter des «corridors» parfois obscurs. Comme l'indique Hélène Rey, de nombreux acteurs ont tout intérêt à continuer à opérer dans l'ombre car une « conséquence du gonflement des flux de jetons indexés sur le dollar, qui conduit à la privatisation du seigneuriage, est l'accumulation de richesse par ce qui sera vraisemblablement, compte tenu de l'importance des externalités de réseau, une poignée d'entreprises et d'individus. Sur le plan de l'économie politique, cela devrait aboutir à un lobbying plus intense en faveur de la déréglementation et de l'opacité des flux de capitaux. » (Rey 2025). L'intensification des forages en stablecoins en dollars a deux conséquences macro-économiques globales : un flux croissant de demandes en Bons du Trésor étatsuniens, donc une fuite de l'épargne du reste du monde vers ce marché, et une fragilisation transversale car ces rampes souterraines peuvent transmettre les convulsions d'une zone à une autre, alors que les autorités sont focalisées sur la surveillance de surface.

Dans l'Union Européenne, trois scénarios se dessinent, avec des positions difficilement compatibles entre banques commerciales, Banque Centrale et représentants politiques :

- Acteurs privés : le développement des stablecoins indexés sur l'Euro

À part Circle (et l'EURC), actuellement ce sont surtout les banques commerciales qui tentent de développer des offres de ce type d'instrument : Société Générale – Forge avec l'EURCV, Crédit Agricole avec EURXT ou encore le consortium européen Qivalis (dont font partie BNP Paribas, BPCE ou Crédit Mutuel)[20]. Entre Circle et l'euro numérique, le secteur tente de proposer son propre jeton indexé à l'échelle de l'UE. En termes de garanties, contrairement à des acteurs comme Tether ou Binance sans agrément *MiCA*, on peut escompter que les agréments dont bénéficient ces groupes bancaires (et leur accès au bilan de la BCE) peuvent rassurer les usagers.

- BCE : émission d'un *stablecoin* public

Le 23 juin 2026, la Commission ECON du Parlement européen a voté en faveur d'un euro numérique, ouvrant la voie au trilogue (négociations entre Parlement, Conseil et Commission). L'horizon serait d'offrir au public cet euro numérique au plus tôt en 2029. Pour leur part, les banques commerciales craignent une « fuite des dépôts » vers le niveau supérieur, celui de la BCE. En conséquence, le plafond des dépôts en euros numériques envisagé par l'institution sera vraisemblablement bas (environ 3.000 euros). Si cette somme peut rassurer en partie les banques européennes, il proscrit son usage pour les entreprises ou les investisseurs. Si ce plafond reste minimal, on se bornera à proposer un porte-monnaie pour les dépenses courantes, aucunement un vecteur d'épargne ou d'investissement à grande échelle.

- Versant politique : vers un réajustement de MiCA

Alors que la réglementation européenne est en discussion depuis des années et vient d'être pleinement appliquée, la Commission prolonge les consultations pour s'adapter aux évolutions constantes de l'écosystème crypto. Le 7 juillet 2026, le Parlement a adopté le rapport d'initiative de la commission ECON, rédigé par le député belge Johan Van Overtveldt (« Rapport sur les actifs numériques – Défis pour la compétitivité et l'intégrité du système financier de l'Union Européenne »). Ce rapport « prend acte du risque de dévaluation, de décrochage et de désintermédiation associés aux cryptomonnaies stables » et le manque de clarté sur les schémas à émetteurs multiples, il « invite la Commission à présenter d'urgence une proposition législative en la matière afin de garantir la sécurité juridique et de fournir des garanties prudentielles fermes, des accords de coopération solides et des protocoles renforcés de gestion des crises ». Ce vote arrive à un moment clé : il reformule une alerte avant que la Commission ne tranche la question dans MiCA version 2[21] .

Malgré l'ambition initiale de dissocier réseaux de paiements de la confiance dans les institutions, les technologies de la blockchain et du registre distribué n'ont jamais réussi à évacuer la dimension fiduciaire de la monnaie[22]. Pour les usagers de jetons indexés, la question essentielle reste celle de la protection de leurs avoirs, et donc celle des acteurs les plus aptes à garantir leurs intérêts.

[20] Depuis fin août 2026, la néo-banque Revolut propose l'EURR adossé à l'Euro (au moment où elle procède au retrait des USDT pour ses utilisateurs européens).

[21] « In addition, consideration should be given to amending MiCAR so as to permit multi-issuance arrangements only with jurisdictions that maintain regulatory standards comparable to those of the Union. », Sotiropolou, Direr, 2026, p.17

[22] Voir Desmedt, Lakomski, 2015 ; Orléan, 2019 ; Smets, Gelos, 2026.

Recommandations

La Commission européenne prévoit une révision du *règlement européen MiCA* (Markets in Crypto-Assets) pour juin 2027. La révision doit permettre de renforcer la supervision des marchés crypto en général ; concernant spécifiquement les stablecoins, une double approche semble nécessaire :

1. **Interdiction des cyberjetons multi-émetteurs ?**

Le règlement MiCA régit l'émission multiple de cryptoactifs interchangeables à l'intérieur de l'Union, mais il ne statue pas sur l'émission multiple, c'est-à-dire le cas où le même jeton possède deux émetteurs, un situé dans l'UE et un autre à l'extérieur de l'UE. Ce vide juridique produit des incohérences au sein des superviseurs nationaux : certains estimant que de tels dispositifs multi-émetteurs sont autorisés, d'autres que non. Or il suffit qu'un seul Etat autorise un jeton à émission multiple pour que ce dernier puisse circuler librement dans l'ensemble de l'espace européen (en vertu du principe de libre circulation des services). Les risques liés à ce flou juridique ont été soulignés par le Comité européen du risque systémique (CERS), qui recommande une interdiction[23]. Les propositions des organisations de la société civile comme Finance Watch vont dans le même sens[24]. Alternativement, le législateur peut tenter de développer une supervision internationale renforcée : Récemment, un communiqué conjoint des autorités françaises en la matière (ACPR, AMF, Banque de France, Direction du Trésor) préconise ainsi, pour la multiémission, « des évaluations d'équivalence, une coopération entre superviseurs et des garanties supplémentaires sur les réserves et le droit au remboursement. » (21 octobre 2026).

2. **Renforcement de la surveillance prudentielle de tous les émetteurs opérant dans l'UE.**

Il appartient à l'Autorité bancaire européenne d'introduire des règles et des tests spécifiques (Sotiropolou, Direr, 2026). On l'a dit, pour Circle SAS, désormais considéré comme émetteur d'un jeton « important » (« significant e-money token ») selon MiCA, la supervision directe des fonds propres, des actifs de réserve et des plans de remboursement de l'USDC passe de l'échelon national à l'échelon européen (de l'ACPR à l'ABE).

[23] « Compte tenu des risques pour la stabilité financière que posent les dispositifs de cyberjetons indexés multiémetteurs avec pays tiers, il est recommandé à la Commission de ne pas considérer ces dispositifs comme autorisés dans le cadre actuel du règlement MiCA ». Recommandation du Comité européen du risque systémique concernant les dispositifs de cyberjetons indexés multiémetteurs avec pays tiers, 25 septembre 2025 (CERS/2025/9) (C/2025/6342)

[24] Response to European Commission Targeted Consultation on the Review of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA), Finance Watch. 30 septembre 2026

3. **Développement d'une alternative publique sûre : l'euro numérique**

Sans risque de contrepartie et assorti d'une garantie inconditionnelle, l'euro numérique semble offrir une alternative sûre aux stablecoins à ses détenteurs. En reprenant les quatre motifs de demande de jetons stables, le risque d'effondrement monétaire est négligeable au sein de la zone et celui d'embargo l'est tout autant. Pour le motif « engagement », un euro numérique doté d'un plafond de détention suffisant pourrait sécuriser temporairement les placements en cryptoactifs (en les imposant au même titre que d'autres actifs financiers). C'est sans doute au niveau international que son rôle d'envois et transferts serait apprécié, une fois les accords conclus avec les pays tiers. En effet, l'administration américaine ayant écarté tout projet de monnaie numérique de banque centrale, l'euro numérique pourrait offrir une alternative intéressante dans les échanges, entre autres pour réduire les coûts de transferts des travailleurs migrants.

Pour répondre en partie à ces défis, l'Eurosystème a lancé en septembre 2026 la passerelle PONTES : son but est de garantir que la finance tokenisée européenne se règle en euros plutôt qu'en stablecoins dollars. Elle permet de payer en monnaie de banque centrale les transactions de gros sur actifs tokenisés. Cette passerelle relie les plateformes en registre distribué (blockchain) aux services TARGET ; réservée aux professionnels de la finance, elle ne sera pas ouverte au grand public. Aujourd'hui, les banques ou des acteurs comme Clearstream peuvent l'utiliser (à cette passerelle provisoire, doit succéder dans deux ans la voie APPIA, plus étendue).
Voir Bilotta, N., 2026, « From Pontes to Appia, but not to an Agorá », New Political Economy

Références

Ahmed, R., Aldasoro, I., 2025, « Stablecoins and safe asset prices », *BIS Working Papers*, n° 1270, *Bank for International Settlements*, mai

Asgari, N., 2026, « Euro stablecoin project gains backing of 37 banks », *Financial Times*, 20 mai

Autorité des Marchés Financiers, 2023, *Cartographie 2023 des marchés et des risques*, Paris

ACPR, AMF, Banque de France, Direction du Trésor, « Révision du règlement MiCA : les autorités françaises publient leurs propositions conjointes », 21 octobre 2026

Basel Committte on Banking Supervision, 2023, « Report on the 2023 banking turmoil », BIS, octobre

Bertucci, L., Choukroun, S., Prat, J., 2023, « Enjeux et promesses des stablecoins décentralisés », *Revue d'économie financière*, n° 149, pp.73-80

Berwick, A., Salama, V., Foldy, B., 2024, « Federal Investigators Probe Cryptocurrency Firm Tether », *Wall Street Journal,* 25 octobre

Berwick, A., Kowsmann, P., 2026, « Binance Cuts Off European Users After Regulator Raises Financial-Crime Concerns », *Wall Street Journal,* 1 juillet

Bindseil, U., 2023, « Implications des nouvelles formes de monnaie pour la stabilité financière : les monnaies numériques de banque centrale et les *stablecoins* », *Revue d'Économie financière*, n° 149, p. 207-224.

Bindseil, U., 2026, « Regulatory responses to the financial stability implications of stablecoins », *SAFE working paper*, n°470

BIS Annual Economic Report, juin 2026

Chainalysis, « The 2026 Crypto Crime Report », mars 2026, 99p.

Chainalysis, « The Geography of Crypto Report », 2026, 72p.

Coburger, C., 2025, « The digital dollarization dilemma: Stablecoins and monetary subordination », *The Japanese Political Economy*

Comité Européen du Risque Systémique (ESRB), 2025, « Recommandation du 25 septembre 2025 concernant les dispositifs de cyberjetons indexés multiémetteurs avec pays tiers »

European Central Bank, 2025a, « Non-paper on EU and third country stablecoin multi-issuance » (No. WK 4742/2025 COR 1), *Council of the European Union*

European Central Bank, 2025b, « Letter to Member of the European Parliament »,

European Parliament, « DRAFT REPORT on digital assets – challenges for the competitiveness and integrity of the European Union's financial system », 2025/2208(INI)

Desmedt, L., 2019, « La cryptomonnaie Libra, pile et face », site A.O.C., 15 juillet

Desmedt, L. 2022, « Géopolitique des paiements : le précédent russe », site A.O.C., 16 mars

Desmedt, L., Lakomski-Laguerre, O., 2015, « L'alternative monétaire Bitcoin : une perspective institutionnaliste », *Revue de la Régulation*, 18

Dissaux, T., 2023, *Un euro numérique pour un meilleur système monétaire*, *Institut Veblen/Positive Money*

Dufrêne, N., 2019, « Libra : risques de fragmentation monétaire et comment y répondre », *Institut Veblen*

Eichengreen, B., 2025, « The Genius Act Will Bring Economic Chaos », *New York Times*, 17/6/2025

Gabor, D., 2025, « Risks and opportunities in EU-US macrofinancial relations », *EGOV*, novembre

Gupta, S., 2025, « How Stablecoins Could Further Weaken Africa's Public Finances », *Center for global development*, août

Havrylchyk, O. 2023, « Réglementer les émetteurs de *stablecoins* adossés à des actifs », *Revue d'Economie Financière*, 149, pp.175-190

International Monetary Fund, 2025, *External Sector Report, Global Imbalances in a Shifting World*, Washington, juillet

Klooster J.V., Martino D., Monnet E., 2025, *Cryptomercantilism vs Monetary Sovereignty*, ECON Committee, Monetary Dialogue Papers, juin

Lagarde, C., 2026, « Stablecoins and the future of money: separating functions from instruments », speech, *Banco de España LatAm Economic Forum*, Roda de Bara, mai

Martino, E., Monnet, E., Perotti, E., 2026, « Stablecoins without borders: Stablecoin multi-country issuance and dollar-run risks in Europe », CEPR, septembre

Orléan, A., 2022, « Non Aes Sed Fides », *Revue Française d'Histoire Economique*, 18, pp. 8-21

Pistor K., 2023, *Le code du capital*, Seuil

Portes, R., 2025, « Multi-issuer stablecoins: A threat to financial stability», *CEPR*, octobre

The Economist, 2025, « The crypto industry is suddenly at the heart of American politics », 15 mai

The Economist, 2026, « Asia is turning stablecoins into banking infrastructure », 12 février

Rey, H., 2025, « Jetons, jetons indexés et domination mondiale », *Finance et Développement*, FMI, septembre

Smets, F., Gelos, G., 2026, « Anchoring trust in a digital era - tokenisation, stablecoins and the two tier system », BIS Annual Economic Report 2026

Sotiropoulou, A., Direr, A., 2026, « The Risks of Regulatory Fragmentation in the Stablecoin Market: The Case of Multi-Issuance Stablecoins », *Capital Markets Law Journal*, Vol. 21, 3

Touzani, S., « L'oligarque moldave, les sanctions américaines et le stablecoin russe : A7A5 ou l'itinéraire du rouble fantôme », *Les Echos*, 7/10/2025