



Institut Veblen pour les réformes économiques

Libra : risques de fragmentation monétaire et comment y répondre

Nicolas Dufrêne*

OCTOBRE 2019

VEBLEN DISCUSSION PAPER

La présente note contribue au débat sur les risques potentiels liés à l'émission et à l'usage de la monnaie Libra ou d'autres monnaies émises par les grandes entreprises internationales et adossées aux réseaux sociaux. Au-delà des aspects souvent évoqués comme l'opacité des transferts et les risques de blanchiment d'argent, on peut craindre que la diffusion de ces projets ne conduise à terme à la fragmentation du système monétaire. Ce dernier a besoin d'être réformé et démocratisé si l'on veut rendre à la monnaie son rôle de bien commun et financer des grands projets collectifs comme la transition écologique, mais il est difficile de voir en quoi la prolifération de monnaies d'entreprises non bancaires nous rapprocherait de cet objectif ; au contraire, elle nous en éloigne. Il nous faut donc analyser sérieusement ces projets et les transformations potentielles, les risques qu'elles représentent pour l'économie et la démocratie, et comment y répondre.

* Nicolas Dufrêne est administrateur à l'Assemblée nationale. Il a participé aux travaux de plusieurs missions parlementaires relatives à la soutenabilité de la dette publique française, à l'évaluation de l'action de la Banque publique d'investissement (BPI) ou aux enjeux juridiques et économiques liés à l'émergence des actifs numériques (monnaies virtuelles).

L'auteur remercie Dominique Plihon et Virgile Perret pour leurs commentaires précieux.

« LIBRA : RISQUES DE FRAGMENTATION MONETAIRE ET COMMENT Y REpondre »

NICOLAS DUFRENE

OCTOBRE 2019

L'Institut Veblen est un think tank basé à Paris, promouvant les politiques publiques et les innovations sociales de la transition écologique. Il est soutenu dans cette mission par la [Fondation Charles-Léopold Mayer](#).

Institut Veblen
38 rue St-Sabin
75011 Paris
Tel : + 33(0)143147575
www.veblen-institute.org
[@VeblenInstitute](#)

Résumé

Les risques liés à l'émission et l'usage de Libra sont d'ordre financier, économique et politique.

- a. Risques de fraude** inhérents à la montée en puissance de « *stable coins* » gérées par une entreprise privée ou une association qui échappe à la réglementation et à la supervision bancaire.
- b. Risques de crédit** dans le scénario où la Libra propose les services de crédit, notamment le crédit à la consommation exploitant les données sur les utilisateurs de Facebook.
- c. Risques d'exploitation abusive des données de transaction** générées par les utilisateurs du réseau social.
- d. Risques pour la stabilité financière** dans le scénario d'une demande de conversion massive des dépôts bancaires en Libra.
- e. Risques de volatilité pour les monnaies des pays en développement** ou ceux dont la confiance est faible dans le système monétaire national.
- f. Risques de volatilité liés à la spéculation sur le taux de change de la Libra.**

En réponse à ces risques, la note propose les mesures suivantes.

- a.** Une régulation à la hauteur des risques.
 - 1.** Transposer les règles clés de la régulation bancaire pour mieux encadrer les plateformes d'échange : obligations relatives à la vérification de l'identité des clients, aux exigences de capital minimum, à la comptabilité, à la conformité, ou à l'audit interne.
 - 2.** Encadrer la capacité des banques et des institutions financières d'investir dans les cryptoactifs, par exemple en limitant la source de financement aux fonds propres.
 - 3.** Appliquer *a minima* les règles fiscales et la supervision appliquées aux marchés financiers traditionnels.
- b.** En parallèle de ces régulations, mettre en circulation une monnaie centrale digitale, émise par la banque centrale et accessible à l'ensemble des acteurs de l'économie.

Introduction

Dans son livre intitulé *The Denationalization of Money* (publié en 1976), Friedrich von Hayek plaide pour un droit privé de battre la monnaie, qui n'était qu'un bien parmi d'autres à ses yeux. Dans la Silicon Valley, cette pensée libertarienne a de nombreux adeptes impatients de passer de la théorie à la pratique, avec les moyens gigantesques qui sont les leurs, que ce soit Facebook avec la Libra ou même Telegram avec le Gram. La multiplication des monnaies privées lancées par des entreprises entraîne des risques économiques et politiques que les régulateurs devront anticiper et traiter s'ils veulent préserver la stabilité financière et un ordre monétaire cohérent.

En effet, la monnaie est un bien commun, même si son émission est confiée de façon quasi exclusive aux banques commerciales privées. Jusqu'à une époque récente, ce monopole de fait pour créer la monnaie *via* le crédit bancaire semblait aller de pair avec la gestion des systèmes de paiement associés aux dépôts bancaires. Or les systèmes des paiements sont devenus un marché mondial très concurrentiel où les banques sont bousculées par les nouveaux venus comme WeChat, Paypal ou, maintenant, Facebook. Au-delà des aspects souvent évoqués comme l'opacité des transferts et les risques de blanchiment d'argent, on peut craindre que la diffusion de ces projets ne conduise à terme à la fragmentation de notre système monétaire actuel. Il nous faut donc analyser sérieusement en quoi consiste ce projet, quels sont les risques pour l'économie et la démocratie, et comment y répondre.

I. Pluralité cohérente vs fragmentation

La monnaie de crédit que nous utilisons tous les jours est émise par les banques, mais son unité de compte et son cours légal sont garantis par la puissance publique. Cette sanction légale lui confère une dimension sociale, et la confiance dans la monnaie repose *in fine* sur la confiance des citoyens dans la communauté politique dont elle assure l'intégration¹. En outre, les banques commerciales doivent régler leurs positions sur le marché interbancaire en monnaie centrale, dont l'émission repose uniquement sur la banque centrale.

Ce système est le fruit d'un long processus historique qui a permis de dépasser le règne des monnaies privées, des monnaies métalliques et de l'étalon-or (la « relique barbare » de Keynes), et d'unifier les systèmes monétaires nationaux autour d'un système bancaire dit « à deux niveaux », où les banques centrales jouent le triple rôle de re-financeur, de régulateur des taux directeurs et de superviseur du système. Ce système a certes besoin d'être réformé et démocratisé pour que la monnaie retrouve son rôle de bien commun et qu'il soit possible de financer des grands projets collectifs comme la transition écologique, mais il est difficile de voir en quoi la prolifération de monnaies d'entreprises non bancaires nous rapprocherait de cet objectif ; au contraire, elle nous en éloigne.

Une architecture monétaire peut en effet faire place, à certaines conditions, à une pluralité de monnaies sans se fragmenter ou se désintégrer ; le cas des monnaies locales complémentaires

¹ Voir à ce sujet les travaux classiques de Michel Aglietta et André Orléan, notamment *La Monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998.

– en Grande-Bretagne par exemple, les entreprises peuvent désormais s’en servir pour payer la taxe professionnelle locale – ou celui du crédit mutuel interentreprises (sur le modèle de Sardex en Italie) en offrent deux illustrations. Elles ne constituent pas une rupture de l’ordre monétaire puisqu’elles sont intégrées au système global et encadrées par le législateur. En particulier, les monnaies locales ne peuvent être utilisées que sur un territoire donné et doivent être converties à une valeur de 1 euro pour 1 unité de monnaie locale, selon une règle de conversion stricte. Leur ancrage territorial et leur usage concret les classent instantanément hors marchés financiers. On ne cherche par conséquent pas à remplacer la monnaie officielle mais simplement à en accélérer la circulation au niveau local, par le moyen d’une monnaie complémentaire. En revanche, la circulation de signes monétaires non autorisés est punie par l’article 442-4 du code monétaire et financier, qui dispose que « *la mise en circulation de tout signe monétaire non autorisé ayant pour objet de remplacer les pièces de monnaie ou les billets de banque ayant cours légal en France est punie de cinq ans d'emprisonnement et de 75 000 euros d'amende* ».

Les ambitions du projet Libra sont tout autres. La maîtrise des données et le développement technologique offrent aujourd’hui la possibilité à de grandes entreprises de porter de véritables monnaies alternatives et non plus complémentaires, autonomes et sans limitation de diffusion ou contraintes de conversion. C’est un danger économique mais aussi un danger politique dont nous connaissons les antécédents historiques : l’exemple le plus proche de nous est le régime de *free banking* expérimenté en Écosse ou aux États-Unis au courant du XIX^e siècle². Avec cependant une différence de taille : l’émission de monnaie privée reposait encore sur une fraction de réserve en or, ce qui introduisait une limite à la création monétaire. Cette limite n’existe pas dans le cas des cryptomonnaies comme le Bitcoin, qui n’ont aucune référence autre qu’elles-mêmes. Pour le cas de la Libra, le système est plus complexe puisqu’en théorie toute émission de Libra est gagée sur une conversion en monnaie officielle. Nous verrons plus loin les limites de cette promesse. En tout état de cause, l’hypothèse d’un retour au *free banking* autoriserait à nouveau toutes les dérives dont ce système est porteur : concurrence excessive entre émetteurs de monnaies, faillites en série, difficulté de change et de convertibilité entre monnaies, etc. Le désordre ou, au moins, la complexité de l’ordre monétaire en seraient renforcés.

Face à cela, l’idée de monnaies nationales (ou plus rarement régionales comme l’euro), garanties par la loi et par une banque centrale, s’est imposée pour donner une valeur légale à la monnaie, éviter les fraudes et garantir au maximum la sécurité du système de paiements. Il s’agit donc bien d’unifier le fonctionnement économique et social, d’éviter les procédures de double comptabilité, de garantir la confiance dans les échanges et d’afficher le prix des biens et des services dans une même unité monétaire afin de permettre les comparaisons et les calculs économiques.

Tout ceci est fondamental. Mais tout ceci est menacé par la résurgence des monnaies privées lancées par les grandes multinationales, et par la Libra en particulier. En effet, les autres

² L’époque du *free banking* aux États-Unis s’étend du Free Banking Act voté en 1838 par l’assemblée de l’État de New York au National Bank Act de 1863. Les principes du *free banking* étaient les suivants. Les banques peuvent émettre billets et dépôts sans aucune restriction. Ceux-ci doivent être convertibles, bien que la couverture en or et argent ne soit que partielle. Le *free banking* cherchait ainsi à libérer la monnaie en privatisant son émission et en faisant assumer à chacun le risque de son utilisation : le rôle de cohésion sociale de la monnaie disparaît.

cryptomonnaies³, à commencer par le Bitcoin, ont rapidement donné la preuve de leur inefficacité à remplir un quelconque rôle économique concret, en dehors de celui d'une spéculation sur les cours des autres devises et de support pour le blanchiment d'argent. Facebook en revanche dispose d'une assise internationale inégalée avec plus de 2,3 milliards d'utilisateurs dans le monde et des services de messagerie comme WhatsApp ou Messenger. Par conséquent, son projet monétaire comporte un sérieux risque d'aboutir, c'est-à-dire que la nouvelle monnaie entre réellement en circulation à l'échelle mondiale⁴. Dans la démarche de Facebook, l'idéologie et le business s'entremêlent ainsi de façon apparente.

Du côté de l'idéologie, le projet Libra souligne la nécessité de créer une monnaie mondiale, favorable au commerce et à l'initiative économique, et que les promoteurs du projet n'hésitent pas à qualifier de « bien commun », ce qui, au regard d'une initiative prise par vingt des plus grandes multinationales de la planète, pourrait prêter à sourire si l'affaire n'était pas si grave. La présentation du projet détaille ainsi, dans une anaphore passionnée : « *Nous sommes convaincus qu'une circulation monétaire mondiale, libre et instantanée créera d'immenses opportunités économiques et commerciales dans le monde entier. Nous sommes convaincus que la confiance du public pour des formes de gouvernance décentralisées va graduellement se renforcer. Nous sommes convaincus qu'une devise mondiale et une infrastructure financière doivent être conçues et régies comme un bien public* ⁵. »

Malgré la référence au « bien public », la démarche n'est évidemment pas dépourvue d'intérêts économiques. Bien que l'utilisation de la Libra soit gratuite, hors frais d'achat (et au moins jusqu'à ce que Facebook ait rendu sa monnaie suffisamment incontournable pour qu'il puisse décider de pratiquer un seigneurage), la multiplication des utilisations de cette monnaie devrait permettre à Facebook d'augmenter significativement ses revenus publicitaires, en devenant encore plus incontournable qu'aujourd'hui.

En outre, les revenus procurés par les investissements du consortium, *via* le fonds de réserve constitué pour recueillir les sommes issues de la conversion de monnaies officielles en Libra, serviront à rémunérer le fonctionnement mais aussi les partenaires du projet : « *Une fois ces dépenses couvertes, le reste des profits sera utilisé pour payer des dividendes aux premiers investisseurs du Libra Investment Token pour leurs contributions initiales* ⁶. » Comme souvent, l'idéologie libertarienne et le business marchent main dans la main.

³ Quant à la question de savoir si la Libra sera vraiment lancée comme une cryptomonnaie, il n'existe pas de format unique des cryptomonnaies : certaines fonctionnent avec une blockchain fermée, d'autres avec une ouverte, d'autres sans blockchain, avec une émission limitée ou illimitée, etc. Par conséquent, la définition juridique repose sur une base large et inclusive. L'article 552-2 du code monétaire et financier dispose ainsi que « *constitue un jeton tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien* ».

⁴ A l'heure où nous écrivons, en août 2019, certains États se sont montrés néanmoins conscients du danger. Donald Trump a ainsi écrit le 12 juillet 2019 un tweet dans lequel il affirme que « *La "monnaie virtuelle" Libra de Facebook aura peu de valeur ou de fiabilité. Si Facebook et d'autres entreprises veulent devenir une banque, elles doivent demander une nouvelle licence bancaire et être soumises à toutes les réglementations bancaires, tout comme d'autres banques, tant nationales qu'internationales* ». En France, Bruno Le Maire a fait part de ses réserves à plusieurs reprises.

⁵ <https://libra.org/fr-FR/white-paper/#introduction><https://libra.org/fr-FR/white-paper/#introduction>

⁶ https://libra.org/fr-FR/about-currency-reserve/#the_reserve

Nous sommes ainsi à la croisée des chemins. Ou bien nous réaffirmons la nature politique de la monnaie, et son rôle de bien commun, ou bien nous laissons libre cours à l'emprise de la finance et le projet qu'elle porte : transformer la monnaie en un pur actif financier affranchi de tout devoir de servir une communauté politique. Ceux qui sous-estiment ces risques et croient aux « garanties » données par Facebook à travers les médias ont tort. Une monnaie est l'expression de l'unification d'une société, un bien commun, qui doit être garantie par la communauté des citoyens. Facebook, entreprise privée non élue, veut endosser ce rôle à l'échelle internationale. C'est de la démocratisation du système monétaire que nous avons besoin, et non de franchir un nouveau pas vers sa financiarisation et sa privatisation.

II. Libra, un projet de monnaie à part entière

Le projet Libra n'est pas toujours facile à comprendre, tant les documents publiés par Facebook restent vagues sur nombre de points. Il semble clair cependant qu'il comporte plusieurs visées.

La première est de permettre des transferts d'argent instantanés d'un bout à l'autre du monde par l'intermédiaire de la cryptomonnaie Libra. Sur ce point, la Libra répondrait effectivement à un besoin mal satisfait à ce jour, tant les transferts internationaux demeurent longs et chers. L'entreprise Ripple, avec sa cryptomonnaie (le XRP), a déjà voulu s'attaquer à ce problème en partenariat avec des banques. Mais Facebook peut le faire à une échelle supérieure grâce à sa diffusion de masse, notamment envers les centaines de millions de personnes qui, de par le monde, ne disposent pas d'un compte bancaire mais disposent d'un compte Facebook. En l'absence de monnaie internationale, à l'instar de celle que proposait Keynes en son temps, il n'est pas étonnant que des acteurs privés, aidés par le développement des technologies de l'information, puissent proposer leurs services dans ce domaine. De même, au niveau national, l'insuffisance de l'offre bancaire adaptée à une clientèle pauvre constitue un terrain de chasse privilégié pour Facebook et ses associés.

La deuxième visée est de faire accepter la Libra comme un moyen de paiement à part entière, utilisé à l'échelle mondiale pour acheter biens et services proposés par les partenaires de Facebook. Des prix pourraient dès lors demain être affichés en Libra, partout dans le monde, bien que l'absence de cours légal de la Libra ne permette pas de l'imposer comme moyen de paiement.

Enfin, Facebook affirme vouloir créer une monnaie qui puisse être à la fois une valeur de réserve (grâce à sa valeur prétendument stable dans le temps) et un instrument de paiement dans les pays sous-bancarisés. La stabilité promise de la nouvelle monnaie est censée être garantie par les règles d'émission et par son ancrage dans un panier des grandes devises internationales. Premièrement, à la différence du Bitcoin et des autres grandes cryptomonnaies, chaque unité de Libra ne pourra donc être obtenue qu'en échange d'une unité de monnaie officielle. Il n'y aurait donc pas de création monétaire autonome de la Libra car sa masse monétaire dépendra totalement de la conversion de monnaie de cours légal en Libra (à la hausse comme à la baisse). Le volume de Libra en circulation dépendra alors de la demande de conversion de monnaie officielle en Libra et, inversement, de la demande de conversion de Libra en monnaie officielle, le but étant que, dans un sens comme dans l'autre, la valeur reste stable entre deux périodes.

Deuxièmement, la valeur de la Libra sera gagée sur un panier de devises. Or, au sein de ce panier de monnaie, les cours des différentes monnaies sélectionnées sont amenés à évoluer les uns par rapport aux autres : si le dollar s'apprécie face à l'euro, les avoirs de réserve qui constituent le panier de référence devront être modifiés en faveur du dollar, à la manière des droits de tirage spéciaux du FMI. Il peut en résulter une variation du cours de la Libra par rapport aux principales devises concernées, mais cette variation devrait, à en croire les promoteurs du projet, être limitée puisque chaque unité monétaire officielle investie en Libra sera placée dans un fonds de réserve qui devrait garantir que la valeur intrinsèque des Libra sera à tout moment proche de la valeur d'achat. On pourra donc acheter ou vendre des Libra selon un cours à peu près fixe. Nous verrons cependant qu'il existe quelques raisons de douter que cette promesse de stabilité soit effectivement tenue, ce qui pourrait conduire à une forme de risque financier.

La Libra réunirait ainsi les trois caractéristiques fonctionnelles d'une monnaie (unité de compte, réserve de valeur, intermédiaire de transaction). Il lui manquerait en revanche la fonction de création monétaire *via* le crédit – pour l'heure réservée aux banques – ainsi que la dimension symbolique et politique, celle qui veut que la valeur d'une monnaie soit garantie par la confiance d'une collectivité de citoyens et que son utilisation bénéficie de la sanction légale d'un État. Nous reviendrons sur ce point crucial par la suite.

III. Les risques économiques et politiques

A) Risques de fraude

Le risque le plus évident est celui de fraude fiscale, voire de financement d'activités criminelles. Si jusqu'ici les grands trafics ne se sont pas totalement engouffrés dans les monnaies virtuelles, c'est en raison de leur volatilité. Aucun baron de la drogue ne souhaiterait investir des millions en Bitcoin si la valeur de ce dernier peut s'effondrer du jour au lendemain. Autrement, ce serait un paradis pour les trafics en tous genres puisqu'il n'existe aucune régulation ou presque (à la différence des systèmes bancaires qui sont aujourd'hui mieux surveillés).

En autorisant la montée en puissance de « *stable coins* » gérées par une entreprise privée ou une association qui échappe à la réglementation et supervision bancaires, ce risque réapparaît et se démultiplie. Tous les efforts effectués jusqu'à ce jour autour des échanges automatiques de données bancaires (OCDE notamment) et de surveillance des flux financiers (directives anti-blanchiment, GAFI) seraient anéantis par le développement de monnaies privées hors de tout contrôle. Il faudrait tout recommencer pour bâtir une régulation adaptée à ces nouveaux acteurs, qui seront devenus suffisamment puissants pour la refuser ou pour la contourner, ainsi que l'on peut déjà l'observer à travers les plateformes d'échange de monnaies virtuelles de Bitcoin et d'autres cryptomonnaies à propos desquelles on ne compte plus les arnaques, escroqueries, détournements et vols...

La sécurité du système des paiements et sa capacité à connaître et à retracer les flux financiers est pourtant une question essentielle d'efficacité économique et de sécurité des citoyens. Même inquiétude du côté de la confidentialité des données générées par les utilisateurs. On voit mal Facebook résister à la tentation d'exploiter les données de transaction qu'il sera à même de capter grâce à sa monnaie privée. Rappelons en effet qu'en utilisant les services de

marketing ciblé permis par l'exploitation des données personnelles de Facebook, les annonceurs ont fourni plus de 40 milliards de dollars de recettes à la société de Mark Zuckerberg en 2017. Une étude récente réalisée par Privacy International⁷ montre également que de nombreuses applications comme Indeed, Shazam ou TripAdvisor envoient des données sensibles à Facebook afin de perfectionner le ciblage des individus. L'accès direct aux données financières des individus, à leurs habitudes de consommation et de voyages, constituerait ainsi le graal en matière de ciblage publicitaire, avec tous les risques que cela pourrait comporter pour la liberté et la protection de la vie privée.

B) Risques pour la stabilité financière

Le deuxième problème concerne la stabilité financière. Comme indiqué *supra*, chaque fois que le volume de Libra en circulation augmentera, un volume correspondant de monnaie légale sera attribué au fonds de réserve du consortium qui le placera en actifs « sûrs ». Si la demande de conversion s'avérait massive et imposante, on se retrouverait vite avec un phénomène d'aspiration préoccupant, qui pourrait déstabiliser une partie du système bancaire puisque cela pourrait entraîner une sorte de « *bank run* » (sous la forme d'un transfert de liquidités des banques vers le fonds de réserve de Libra) dont l'importance dépendra de la puissance du phénomène. Il en résulte un risque de liquidités pour le système bancaire. Pour apprécier l'importance réelle de ce risque, il faudrait cependant voir ce que le consortium autour de la Libra sera capable de proposer comme services (crédits, tenue de compte, etc.) et à quel coût (comparé aux frais bancaires et aux moyens de paiement).

Un second phénomène de déstabilisation pourrait toucher en priorité des pays dont la monnaie est vulnérable et dont la population la plus aisée pourrait voir dans la Libra un moyen de faire sortir des capitaux ou de spéculer plus aisément qu'avec les grandes monnaies officielles, qui font l'objet de davantage de contrôles. Mais rien ne dit que les pays développés n'en seront pas également victimes car cela pourrait faire peser un risque de liquidités sur les banques commerciales comme indiqué ci-dessus. Va-t-on ainsi laisser siphonner la masse monétaire de nos pays pour alimenter les activités d'investissement ou de spéculation du fonds de réserve de Facebook ? On serait alors en plein dans une activité illégale au sens de l'article 442-4 du code monétaire mentionné ci-dessus. En outre, l'utilisation concrète des liquidités obtenues par le fonds de réserve de Facebook sera cruciale pour apprécier le risque spéculatif qui pourrait en résulter.

On peut aussi se demander ce qui se passera le jour où la monnaie de Facebook (et de son consortium de partenaires) sera tellement répandue que celui-ci n'hésitera plus à accorder des crédits, par voie de création monétaire *ex nihilo*, en Libra, dont il aura seul le contrôle, éventuellement moyennant garanties et hypothèques sur des citoyens ou des entreprises ? Certes, les banques commerciales disposent déjà de ce pouvoir mais elles sont très régulées car elle bénéficie d'un pouvoir d'accorder des crédits en monnaie officielle. Or il n'existe aucune régulation, à l'heure actuelle, concernant l'octroi de crédits en monnaie virtuelle. Il y a donc là un risque potentiel très important. Si un tel système monétaire parallèle se développait, il échapperait de fait au contrôle des autorités de supervision, ce qui viendrait renforcer l'opacité du système déjà trop étendu du « *shadow banking* ». En cas de crise de liquidités dans ce

⁷ <https://privacyinternational.org/report/2647/how-apps-android-share-data-facebook-report>

système parallèle, il n'y aura pas de banque centrale pour agir en tant que prêteur en dernier ressort.

En outre, si l'utilisation de la Libra s'étend et devient un fait acquis, on peut se demander si le consortium autour de Facebook ne demandera pas finalement aux États une reconnaissance légale de leur monnaie, qui pourrait dès lors être obligatoirement acceptée en tant que moyen de paiement et de règlement des impôts. L'éclatement de l'ordre monétaire unifié sera alors réel car il existerait alors au minimum deux monnaies avec un cours légal : la Libra et la monnaie officielle du pays concerné. Nous n'en sommes pas là, mais méfions-nous.

Pire encore : si le fonds de réserve de Facebook atteint une taille gigantesque, Mark Zuckerberg pourra-t-il menacer d'attaquer la monnaie d'un pays souverain qui déciderait de renforcer la protection des données personnelles, au détriment des recettes publicitaires du groupe ? Le consortium qu'il a fondé pourra-t-il, au-delà des États, forcer la main de groupes privés, financiers ou autres, sous la menace de les exclure du système de paiement ainsi établi ?

C) Risques liés une attaque spéculative sur le marché des changes

Le troisième problème concerne la stabilité de la valeur de la Libra et l'utilisation du fonds de réserve. En effet, toute la monnaie officielle investie par les acteurs économiques voulant obtenir des Libra serait placée par Facebook et ses partenaires dans un fonds de réserve, censé garantir la valeur « intrinsèque » de la monnaie, en investissant dans des actifs stables et sûrs des grandes économies mondiales, en pratique des bons du Trésor. Cela pose déjà un problème de dépendance à la liquidité de marché (le cours des titres peut aussi s'effondrer et il faudra donc avoir une trésorerie suffisante dans chaque devise pour opérer les conversions en temps voulu).

En outre, ce n'est pas parce que la Libra sera adossée à des actifs qu'elle ne sera pas cotée en même temps sur le marché des changes et sur des plateformes en ligne, sorte de Bourses financières du monde des cryptomonnaies, qui feront varier sa valeur en fonction de l'offre et de la demande dans les différentes monnaies. Le projet de Facebook laisse ainsi clairement entendre que la valeur de la Libra sera déterminée sur le marché des changes : « *Comme la valeur de la Libra sera réellement liée à un panier de monnaies fiduciaires, la valeur de Libra connaîtra des fluctuations du point de vue d'une devise donnée. La réserve est formulée pour réduire les risques et la sévérité de ces fluctuations, notamment dans un contexte défavorable (c'est-à-dire même en cas de crise économique). [...] Étant donné que la réserve ne sera pas gérée activement, l'appréciation ou la dépréciation de la valeur de la Libra sera exclusivement liée aux mouvements du marché de change*⁸. » On appelle cela un ancrage. Or le propre des ancres est toujours de sauter face à l'action de spéculateurs déterminés, ainsi que George Soros en fit la démonstration magistrale contre la livre sterling en 1992. Si la banque centrale anglaise n'a pas pu résister, comment le fonds de réserve de Facebook le pourra-t-il ?

L'association encourage d'ailleurs la cotation sur des plateformes d'échange et auprès de partenaires financiers pouvant jouer le rôle de revendeurs autorisés. Il semble ainsi excessif de faire croire que la valeur de la Libra sera parfaitement stable ou même qu'elle sera préservée de mouvements spéculatifs violents. Investir dans des actifs de référence est une chose,

⁸ https://libra.org/fr-FR/about-currency-reserve/#the_reserve

contrôler la valeur d'une monnaie sur le marché des changes en est une autre. D'autant plus que Facebook affirme que le fonds de réserve n'aura pas de politique monétaire⁹: impossible donc d'émettre ou de vendre des Libra de manière autonome, à la manière d'une banque centrale, pour stabiliser son cours autour d'une valeur cible (comme une banque centrale pourrait le faire grâce à des accords de *swaps* illimités de devises notamment).

Or, si la valeur de la Libra venait un jour à s'effondrer complètement pour diverses raisons (comme l'action concertée de spéculateurs), il n'existera aucune assurance des dépôts dès lors que le fonds de réserve sera épuisé, aucun prêteur en dernier ressort, aucun moyen de secourir investisseurs et petits épargnants qui assumeront toutes les pertes¹⁰.

IV. Propositions

Pour se situer face au projet de Facebook et, plus largement face aux monnaies virtuelles, deux pistes doivent être explorées. Il s'agit d'une part de mieux réguler les cryptomonnaies et, d'autre part, de reprendre certaines de leurs qualités potentielles dans le cadre de la mise en place de monnaie digitale de banque centrale.

A) Pistes de régulation des cryptomonnaies

Face à la diffusion des monnaies privées, les gouvernements peinent à réagir avec la fermeté nécessaire. Certes, le cadre juridique autour des Initial Coin Offerings (ICO) a été un peu renforcé, en France notamment, et les plateformes d'échange en ligne sont invitées à respecter le processus KYC (*Know your customer*), ce qu'elles ne font que très partiellement.

Mais elles échappent pour l'instant aux réglementations généralement applicables aux banques en matière de capital, de ratios de solvabilité et de fonds propres. Il existe toutefois déjà des exceptions. Au Japon, le gouvernement a déjà officiellement reconnu le Bitcoin comme système de paiement officiel en avril 2017, prenant acte du fait que plus de 30 % des transactions mondiales en Bitcoin étaient libellées en yen. En conséquence, le Japon a instauré une obligation d'enregistrement des acteurs d'échange de crypto-actifs auprès de la Japan Financial Services Agency (JFSA) et les a soumis à des exigences proches de celles des banques : obligations relatives à la vérification de l'identité des clients, aux exigences de capital minimum, à la comptabilité, à la conformité ou à l'audit interne. En France et dans plusieurs pays européens, l'instauration d'un statut de prestataire en services crypto-actifs, nécessitant un agrément auprès de l'autorité de contrôle prudentiel, a aussi été actée mais sans exigence de capital ni visa obligatoire pour exercer cette activité.

Renforcer la régulation autour des plateformes de prestataires, lesquelles constituent d'ores et déjà un instrument d'évasion fiscale, et des émetteurs de monnaies virtuelles, c'est chercher à répondre aux risques identifiés de volatilité, de protection contre les pertes (risque de crédit), de déficit d'options de sortie (risque de liquidité), de déficit de transparence dans la formation

⁹ « L'association n'instaure pas de politique monétaire. Elle frappe et brûle des pièces uniquement en réponse à la demande des revendeurs autorisés. »

¹⁰ C'est également un risque pointé par Finance Watch dans un récent rapport : https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2019/07/Libra-Paper_Finance-Watch_EN.pdf

des prix et de soumission à des risques opérationnels ou techniques importants dans ce domaine (forte dépendance au réseau et aux technologies informatiques).

Mais cette régulation est à double tranchant : si elle est souhaitable du point de vue des risques financiers et du risque criminel, ne constitue-t-elle pas aussi un premier pas vers une reconnaissance officielle des cryptomonnaies comme moyen de paiement avec tous les dangers évoqués au début de cet article concernant la fragmentation possible de l'ordre monétaire ? Aussi, il serait à nos yeux nécessaire d'aller plus loin dans la réglementation en prévoyant des interdictions spécifiques qui vont au-delà d'un alignement simple sur l'existant en matière de régulation financière.

En premier lieu, la question des avances et des découverts en monnaie virtuelle doit être traitée et conduire à une interdiction. Paradoxalement, cette pratique n'est pas encore répandue dans le monde des crypto-actifs, mais le jour où un acteur important s'en saisira, comme Facebook pourrait le faire avec la Libra, le problème prendra une autre dimension puisqu'un mécanisme de création monétaire *ex nihilo* sera possible en monnaie virtuelle (pour l'instant cela ne semble pas être l'optique de la Libra, mais cela pourrait vite évoluer). Il faut donc conjurer ce risque en interdisant des activités de dépôts ou de prêts en crypto-actifs et de commercialisation de produits d'épargne grand public comprenant des crypto-actifs (cela vaut tant pour les plateformes et groupements comme Facebook que pour des acteurs financiers traditionnels qui investiraient ce champ d'activités).

En outre, les crypto-actifs doivent être traités comme des actifs financiers, soumis à la même fiscalité, à la même réglementation et aux mêmes avertissements pour les particuliers. La confusion entre monnaie et actifs financiers doit ainsi cesser.

Enfin, il faut réguler strictement la capacité des établissements de crédit, des compagnies d'assurances et de l'ensemble des acteurs financiers régulés d'investir dans les crypto-actifs, soit par une interdiction totale d'accès soit, au minimum, en exigeant que tout investissement d'un acteur financier régulé dans un crypto-actif soit financé exclusivement et totalement en fonds propres et soit inscrit à 100 % de leur valeur au bilan de l'institution. Quant à la capacité des acteurs du « *shadow banking* » à investir ce marché, cela renvoie à la question plus large de la régulation de tous ces acteurs financiers (organismes de placement collectif monétaire, fonds d'investissement, véhicules de titrisation, etc.), qui échappe à la supervision traditionnelle alors même que leurs actions et leur interdépendance financière les rapprochent étroitement du secteur bancaire traditionnel.

Au-delà de ces mesures préventives d'urgence, visant à conjurer le risque d'un éclatement et d'une dérive du système monétaire, il faut également pousser à l'adoption de monnaies digitales de banque centrale (CBDC¹¹), accessibles au public. En effet, cette perspective porte en elle les germes d'une transformation radicale du système monétaire, susceptible de répondre aux questions posées par l'émergence des monnaies virtuelles privées mais tout en respectant le caractère de bien public de la monnaie.

¹¹ Central bank digital currency.

B) Mettre en circulation une monnaie centrale digitale

Dans un discours tenu en 1987, le prix Nobel James Tobin a affirmé que, pour éviter de s'en remettre de façon excessive à la garantie des dépôts dans le but de protéger le système des paiements, les banques centrales devraient « *mettre à disposition du public un dispositif alliant la commodité des dépôts et la sécurité des espèces – essentiellement des dépôts d'espèces, transférables par chèque ou autre type d'ordre et ce, quel que soit le montant*¹² ». En d'autres termes, les particuliers devraient pouvoir disposer d'un outil de conservation de valeur, donc d'une monnaie, qui ne soit pas exposée au risque d'une faillite bancaire.

L'émission de cryptomonnaie publique, garantie par une banque centrale et largement accessible, pourrait permettre de réaliser cette idée d'un lien direct entre la monnaie banque centrale et le citoyen. Il s'agirait ainsi d'une monnaie cryptographique fiduciaire, qui ne présenterait aucune différence avec la monnaie officielle classique, en dehors de ses formes d'émission et de circulation qui dépendraient directement de la banque centrale.

Cette idée trouve même une certaine réalité avec des idées et des projets tels que le Fedcoin ou l'E-krona développée par la banque de Suède. Dans le premier cas, il existe un projet théorique dans lequel la Federal Reserve serait la seule à même de créer des Fedcoins, et ceux-ci seraient convertibles à parité avec le dollar en espèces et réserves. La création (destruction) de Fedcoins n'interviendrait que si un montant équivalent d'argent liquide ou de réserves était simultanément détruit (créé). À l'instar des espèces, le Fedcoin serait ainsi décentralisé en termes de transactions et centralisé en termes d'offre.

La banque centrale suédoise, dans le cadre de son projet eKrona, semble être allée un peu plus loin dans ses réflexions sur l'émission potentielle d'une monnaie banque centrale digitale ou Central Bank Digital Currency (CBDC) selon le vocabulaire employé par la Banque des règlements internationaux (BRI). La Suède est en effet confrontée à une diminution sensible de l'utilisation du cash, qui peut faciliter son remplacement par une monnaie digitale officielle¹³. Notons toutefois que la disparition du cash peut aussi, dans l'hypothèse de non-recours à une CBDC, renforcer la dépendance des citoyens à des moyens de paiement privés. Une CBDC permettrait au contraire de garantir l'accès au cours légal sous forme électronique, ce qui renforcerait la confiance dans la monnaie¹⁴.

Quels seraient les autres avantages d'une cryptomonnaie officielle ? Elle permettrait d'introduire une unité monétaire sûre, convertible à parité fixe avec la monnaie classique, qui pourrait remplacer le cash et permettre à la banque centrale de mener des opérations de politique monétaire de manière plus directe. Par plusieurs aspects, cela constituerait une révolution. Il ne serait ainsi plus nécessaire de passer par l'intermédiaire des banques pour conduire des opérations d'assouplissement quantitatif et injecter de la monnaie dans le système économique. Les changements de taux auraient un effet direct et transparent sur les déposants. Et si la monnaie numérique de la banque centrale représentait une grande partie

¹² James Tobin (1987), « The case for preserving regulatory distinctions », *Proceedings of the Economic Policy Symposium, Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 167-83.

¹³ « Vers une monnaie centrale digitale ? », Wojtek Kalinowski, *L'Économie Politique* n° 075, septembre 2017. ·

¹⁴ Voir notamment le rapport fait par Virgile Perret pour l'Observatoire de la finance : « Le cash à l'ère digitale, Opportunités, risques et impacts des monnaies digitales de banque centrale », juin 2017.

des transactions, les fluctuations de ces dépenses pourraient devenir une source utile de données en temps réel pour les décideurs. Enfin, les transferts internationaux d'argent et l'inclusion financière de l'ensemble des populations, à des coûts moindres, serait facilités (la banque centrale n'ayant pas besoin de se financer auprès de ses déposants). Son atout auprès du public résiderait aussi dans son accessibilité élevée et à peu de frais (*via* des comptes de citoyens auprès de la banque centrale) et dans sa capacité à être utilisée partout en ligne grâce à des transactions instantanées.

Une monnaie digitale publique, associée à l'ouverture de comptes de particuliers directement auprès de la banque centrale (ou mise en circulation *via* des intermédiaires financiers agréés), conduirait également à réduire drastiquement le risque de crise de liquidités bancaires. En effet, si la monnaie est émise et garantie directement par la banque centrale, celle-ci sort du champ de dépendance aux institutions financières. Le recours même aux banques devient, pour ainsi dire, superflu. Une cryptomonnaie émise et gérée par un État, à côté de la monnaie bancaire traditionnelle, pourrait ainsi conduire à son remplacement progressif. Elle conduirait dès lors à devoir repenser non seulement la place des banques centrales mais également celle des banques commerciales. Mark Carney, gouverneur de la banque centrale d'Angleterre, a ainsi alerté sur le fait que l'introduction de monnaies digitales au sein des banques centrales pourrait fragiliser la stabilité financière des pays. En effet, cela pourrait entraîner des retraits massifs de dépôts dans les banques de second rang, qui verraient leur rôle en partie remis en question. Dans ce cas, la technologie blockchain, qui est derrière les cryptomonnaies, ou de toute autre technologie adaptée (comme celle des registres distribués), pourrait réellement être un moyen d'éviter les banques sans perdre les bénéfices associés à un système monétaire hiérarchisé et unifié. À noter qu'il ne s'agit pas d'une pure spéculation sur l'avenir : le Dinero electronico équatorien a proposé, entre 2014 et 2018, un service de paiement mobile, dont les comptes sous-jacents sont proposés par la banque centrale aux particuliers. C'est un des rares exemples de comptes de dépôt proposés directement par une banque centrale. Le système a néanmoins été clôturé en 2018, faute d'utilisateurs, dans le contexte particulier de la dollarisation complète de l'économie du pays. L'échec de cette expérience ne signifie pourtant pas qu'elle ne pourrait pas réussir ailleurs.

Notons d'ailleurs que la banque centrale n'est pas sujette au risque de crédit, puisqu'elle représente l'origine même de la liquidité. Le non-remboursement de crédit, s'il peut affecter son bilan, n'entrave en rien sa capacité à agir. De nombreuses banques centrales fonctionnent d'ailleurs avec des fonds propres négatifs. C'est notamment ce que rappelle une note de la Banque des règlements internationaux (BRI) : « *En pratique, cela signifie que la plupart des banques centrales pourraient perdre de l'argent au point d'avoir des fonds propres négatifs tout en continuant à fonctionner parfaitement normalement* », tout en fournissant l'exemple de la banque centrale du Chili qui fonctionne depuis plusieurs années avec des fonds propres négatifs (mais on pourrait aussi penser aux banques centrales d'Israël et du Mexique qui ont connu des situations similaires)¹⁵.

Enfin, un contrôle public approfondi et l'utilisation de la blockchain devrait permettre de conserver l'anonymat des transactions mais, en cas de problème ou de soupçons quant à des

¹⁵ BIS Papers n° 71 – Les finances des banques centrales, https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_fr.pdf
Voir également chapitre 3 (un débat porteur autour de la MMT).

activités illégales, de retracer facilement et entièrement toute utilisation de monnaie (ce qui n'est pas possible à l'heure actuelle avec l'argent liquide).

Une monnaie virtuelle publique émise par une banque centrale pourrait ainsi, en principe, renforcer le lien entre la politique monétaire et l'économie réelle. Cela conduirait toutefois à une modification radicale du rôle des banques centrales, qui devra être pensée et assumée, notamment en termes de moyens mais aussi et surtout en termes de conduite et d'impact sur la politique monétaire. De notre point de vue, anticiper et préparer cette révolution, aux côtés d'actions visant à renforcer la régulation du système bancaire existant, est largement préférable au retour en arrière promis par la Libra.