

Printemps de l'économie (Paris, 21 mars 2018)

« Les crypto-actifs et leur régulation »

Christian Pfister*

* Banque de France, directeur général adjoint des Statistiques. Ce document exprime les vues personnelles de l'auteur et non celles de la Banque de France ou de l'Eurosystème.

Plan

1. Description et caractéristiques des crypto-actifs
2. Réglementation applicable et réflexions sur son évolution
3. Réflexions sur l'opportunité d'émettre une monnaie digitale de banque centrale (MDBC)

Description et caractéristiques des crypto-actifs – 1/3

- Définitions
 - Actifs digitaux : des actifs sans valeur intrinsèque avec une représentation digitale
 - Crypto-actifs (CA) : actifs digitaux utilisant la technologie du registre distribué (*Distributed Ledger Technology*, DLT), donc le chiffrement, et dont l'émission est décentralisée et gérée par un protocole informatique, donc impossible à interdire

- Propriétés du registre distribué (DL)
 - Recours au chiffrement, permettant l'inviolabilité des données
 - Partage de l'information, donc *a priori* résilience
 - Absence de tiers de confiance, d'où possibilité de « désintermédiation »
 - Capacité à supporter d'autres actifs que les CA, mais pas les monnaies légales
 - Anonymat (ou plutôt « pseudonymat »)
 - Programmabilité (*smart contracts*)
 - Systèmes publics/privés, non-permissionnés/permissionnés

- Questions posées par la DLT : Cybersécurité, Mise à l'échelle, Interopérabilité, Consommation d'énergie

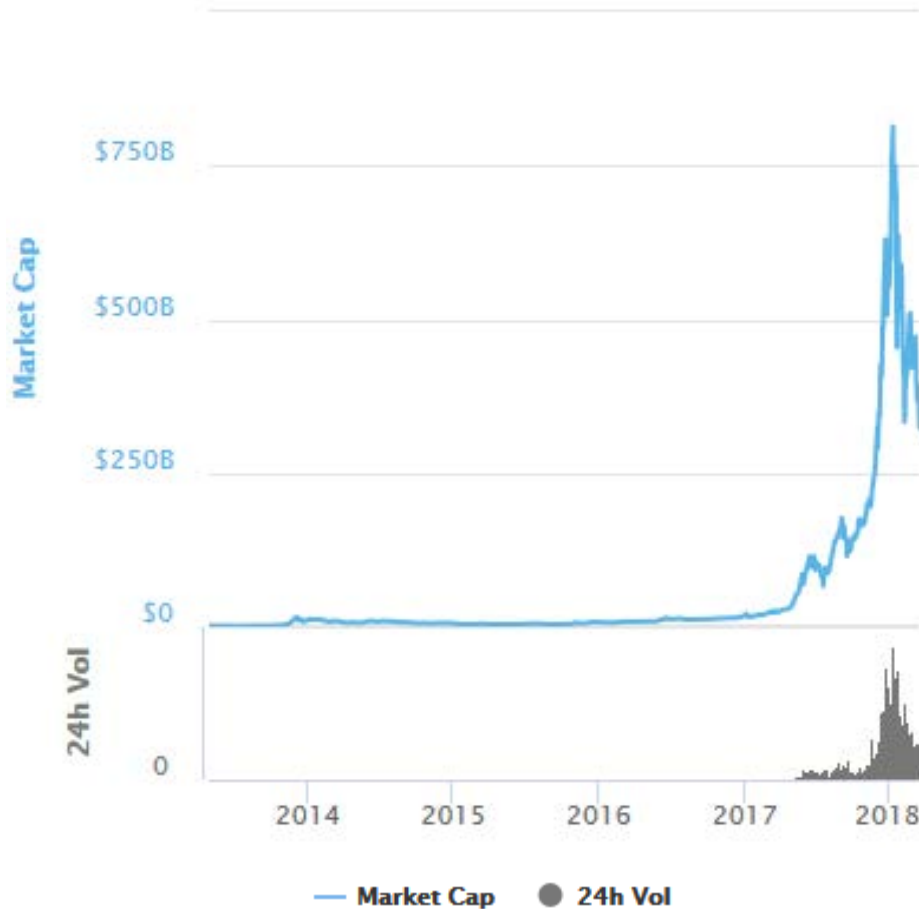
Description et caractéristiques des crypto-actifs – 2/3

- Une nouvelle classe d'actifs ?
 - Développement d'une gamme de produits : près de 230 fonds à la mi-mars 2018; contrats à terme sur le Bitcoin autorisés par la CFTC sur le CBOE, CME et NASDAQ ; *Initial Coin Offerings* (ICO)
 - Création d'infrastructures : plateformes d'échange et de conservation ; « *dark pools* » ;
 - Mais un investissement très risqué et un intérêt qui semble se réduire en termes de diversification

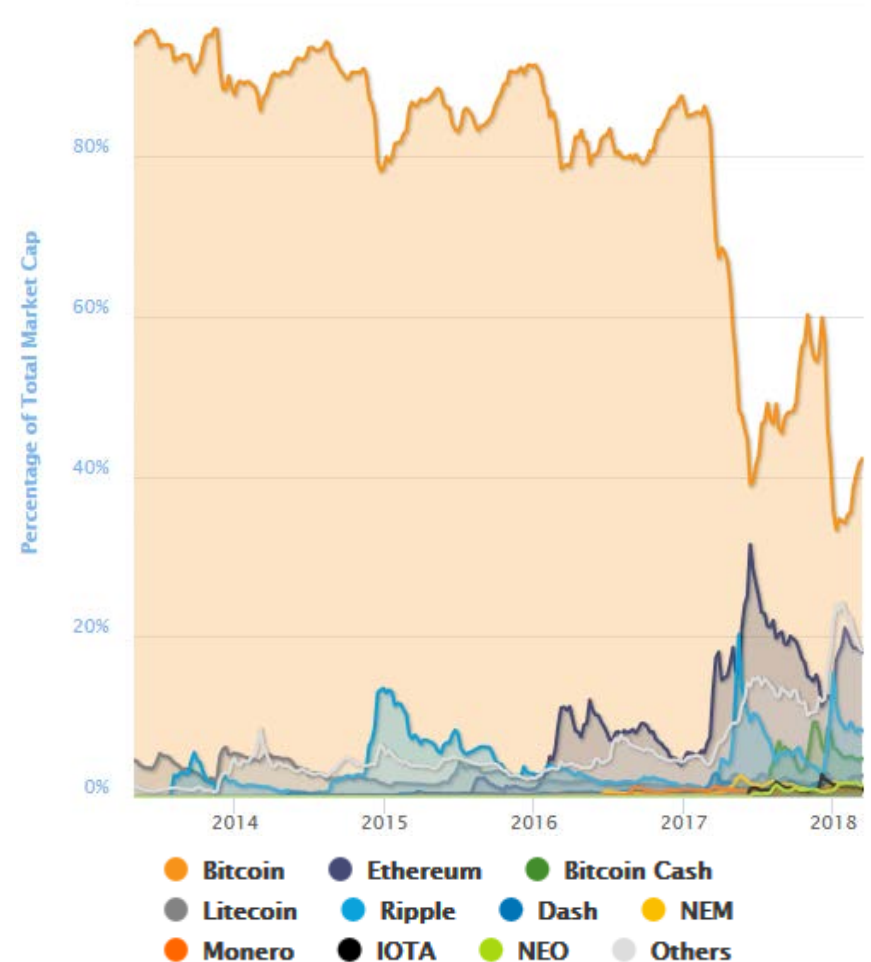
- De mauvaises performances des crypto-actifs en tant qu'actifs monétaires
 - Unité de compte : presque pas de contrats en CA
 - Moyen de transaction : très peu de transactions dans la sphère « réelle » comme dans la sphère financière ; utilisation dans les transferts internationaux freinée par la montée des coûts de transaction et l'incertitude sur les cours
 - Réserve de valeur : des cours contre devises très fluctuants (voir diapositive 5)

Description et caractéristiques des crypto-actifs – 3/3

Capitalisation et volumes échangés



Parts de marché des principaux actifs digitaux



Source : coinmarketcap.com, au 16 mars

Réglementation applicable et réflexions sur son évolution – 1/2

- Avec environ 330 milliards de dollars de capitalisation à la mi-mars 2018, les CA ne soulèvent pas de difficulté pour la politique monétaire ou de risque systémique pour la stabilité financière (M1 zone euro à la même date : environ 7800 milliards)
- Les CA n'ont pas cours légal et n'ont de valeur que conventionnelle, entre les parties qui les acceptent.
- Depuis 2014, l'activité d'intermédiation consistant à recevoir des fonds d'un acheteur pour les transférer à un vendeur en échange d'actifs digitaux est en France un service de paiement, d'où :
 - Nécessité d'un agrément d'établissement de paiement de l'ACPR, donc assujettissement à la LCB/FT
 - Surveillance opérationnelle de la Banque de FranceA l'heure actuelle, aucune plateforme n'est agréée en France.

Réglementation applicable et réflexions sur son évolution – 2/2

- Un dispositif devrait être mis en place au terme de la révision de la 4ème directive européenne LCB/FT, avec un contrôle des plateformes de change et de conservation
- Au-delà
 - Élargir le périmètre de la supervision aux plateformes d'échange de CA ?
 - Ou même créer un statut de prestataires de services en CA (d'où soumission notamment à des exigences de sécurité des opérations, de protection de la clientèle et de gouvernance) ?
 - Interdire les prêts et dépôts en CA ? Réserver les investissements en fonds de CA aux investisseurs avertis ? Déduire les placements pour compte propre des entités régulées en CA de leurs fonds propres ?
- En tout état de cause, nécessité d'une approche aussi homogène que possible sur le plan international : rôle du GAFI ; au-delà de la réglementation LCB/FT, la France et l'Allemagne ont saisi le G20.

Une monnaie digitale de banque centrale ? – 1/2

- Une monnaie émise par la banque centrale, ayant cours légal, en sus de la monnaie fiduciaire et des réserves (monnaie centrale), au pair avec ces dernières, dématérialisée
 - Pour ce qui concerne les pays de la zone euro, l'émission de MDBC ne pourrait être décidée qu'au niveau de la zone
 - Peu de choses à voir avec les CA : « monnaie » et non « actif », par définition régulée (en tant que monnaie légale et par la politique monétaire)
 - Circulation sur DL, avec validation centralisée au niveau de la banque centrale ou semi-centralisée au niveau des banques ou des gestionnaires de moyens de paiement ... ou monnaie électronique ?

Une monnaie digitale de banque centrale ? – 2/2

- Motifs d'offre
 - Comme pour les autres formes de monnaie centrale, fournir un moyen de paiement sûr (pas de risque de crédit sur la banque centrale)
 - Souhait de favoriser le développement d'une technologie jugée prometteuse, la technologie du registre distribué (DLT)
 - Dans certains pays, souhait de contrer la baisse de la circulation fiduciaire
- Motifs de demande
 - Détenir un moyen de paiement sûr, avec un risque de perte ou de vol quasi nul, et facilement accessible (téléchargement)...
 - ... pouvant circuler sur DL, au lieu de *tokens* et autres crypto-actifs...
 - ... et permettant le règlement final des transactions entre intermédiaires financiers disposant de comptes à la banque centrale.

ANNEXE

Une monnaie digitale de banque centrale ? – 3/4

- Tous les agents n'ont probablement pas les mêmes attentes
 - Institutions financières : faciliter l'usage industriel du DL ; une validation centralisée s'imposerait probablement .
 - Public : idéalement, avoir les avantages de la monnaie dématérialisée (moindre risque de vol, facilité d'accès) et ceux de la monnaie fiduciaire (anonymat, non-traçabilité) mais...
 - Anonymat peu compatible avec exigences LCB/FT... d'où l'imposition d'un montant maximum de transaction en cas d'usage anonyme ?
 - ... et crainte possible d'un syndrome de type « *Big Brother* »... d'où un « effet-repoussoir » du DL si la validation des transactions est centralisée ? Vs forte consommation d'énergie si elle est totalement décentralisée ?
 - En tout état de cause, pas de nécessité d'ouvertures de comptes à la banque centrale, la MDBC pouvant être distribuée comme le sont les billets de nos jours.

Une monnaie digitale de banque centrale ? – 4/4

Quelles conséquences pour la politique monétaire et la stabilité financière ?

- MDBC à destination des IF : peu d'impact
 - Politique monétaire : question du taux de rémunération (sans doute plus difficilement négatif que de nos jours en raison d'une substitution MDBC/billets plus aisée)
 - Stabilité financière : plus grande résilience des infrastructures de marché utilisant la DLT
- MDBC à destination du public : situation beaucoup plus complexe
 - Politique monétaire : plus de latitude en matière de rémunération mais aussi plus de contraintes (égalité de concurrence avec les banques, qui pourraient souhaiter émettre des monnaies digitales « de second rang » ; possibilité de conflits d'intérêts ; perte de seignuriage)
 - Émettre plutôt une monnaie électronique de banque centrale pour le public ?
 - Stabilité financière : fragilisation du système bancaire (perte éventuelle de ressources, possibilité de *run* accrue)
 - Être prêt à jouer plus fréquemment un rôle de prêteur en dernier ressort ? Si oui, à quelles conditions ?