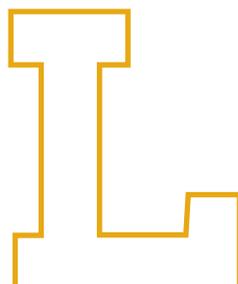




LA POLITIQUE MONÉTAIRE À L'ÈRE DU NUMÉRIQUE

Les crypto-actifs pourraient un jour réduire la demande de monnaie centrale

Dong He



La crise financière mondiale et le renflouement de grandes institutions financières ont réveillé le scepticisme de certains observateurs quant au monopole d'émission des banques centrales. Ce scepticisme a contribué à l'avènement du bitcoin et d'autres crypto-actifs qui remettent en cause le paradigme des monnaies garanties par l'État et le rôle dominant des banques centrales et autres institutions financières classiques (He *et al.*, 2016).

Il y a vingt ans, à l'heure où Internet atteignait une certaine maturité, un groupe d'économistes et de banquiers centraux de premier plan s'est demandé si les progrès informatiques rendraient les banques centrales obsolètes (King, 1999). Même si les prévisions d'alors ne se sont pas encore réalisées, l'essor des crypto-actifs a relancé le débat. Ces actifs pourraient à terme devenir de nouveaux moyens de paiement, voire des unités de compte, faisant ainsi baisser la demande de monnaies fiduciaires ou de monnaie centrale. Il est temps de s'interroger à nouveau sur l'efficacité de la politique monétaire dans un monde sans monnaie centrale (Woodford, 2000).

Dans l'immédiat, les crypto-actifs sont trop instables et risqués pour réellement menacer les monnaies fiduciaires. Qui plus est, ils inspirent moins confiance, après avoir défrayé la chronique pour des affaires de fraude, de brèches de sécurité, de pannes et de liens avec des activités illicites.

Remédier aux carences

Mais l'innovation technologique permanente permettra sans doute de remédier à certaines de ces lacunes. Pour contrer la concurrence potentielle des crypto-actifs, les banques centrales doivent continuer de mettre en œuvre des politiques monétaires efficaces. Elles peuvent aussi s'inspirer des caractéristiques des crypto-actifs et de la technologie qui les sous-tend pour que les monnaies fiduciaires soient plus en phase avec l'ère numérique.

Purs produits des progrès de la cryptographie et de la technologie des registres distribués, les crypto-actifs sont des représentations numériques de la valeur. Ils sont libellés dans leurs propres unités de compte et s'échangent de pair à pair, sans intermédiaire.

La valeur marchande de ces actifs vient du fait qu'ils peuvent être échangés contre d'autres monnaies et utilisés pour des paiements ou encore comme réserve de valeur. Contrairement aux monnaies fiduciaires, dont la valeur est

indissociable de la politique monétaire et de leur statut de monnaie légale, les crypto-actifs ne valent que par l'anticipation que d'autres agents leur accorderont de la valeur et s'en serviront. Le fait que leur valorisation repose sur des convictions pas très solidement ancrées explique la forte volatilité des cours observée jusqu'ici.

Risque déflationniste

Avec certains crypto-actifs comme le bitcoin, le risque d'inflation est en principe limité, car l'offre l'est aussi. Toutefois, ces actifs ne remplissent pas trois fonctions essentielles que les régimes monétaires stables sont censés remplir : protection contre le risque de déflation structurelle, capacité à s'adapter avec souplesse aux chocs temporaires de la demande de monnaie et donc à lisser le cycle économique et capacité à faire office de prêteur en dernier ressort.

Mais ces crypto-actifs seront-ils de plus en plus utilisés à l'avenir ? Avec la maturité, la volatilité pourrait s'atténuer, encourageant plus de monde à les adopter. Et avec de meilleures règles d'émission, peut-être même des règles fondées sur l'intelligence artificielle, la valorisation pourrait devenir plus stable. Des monnaies « stables » sont déjà disponibles : certaines sont liées à des monnaies fiduciaires existantes, d'autres expérimentent des règles d'émission qui simulent des politiques de ciblage de l'inflation ou de prix indicatifs (« algorithmes de banque centrale »).

Comme moyen d'échange, les crypto-actifs présentent certains avantages. Tout en offrant à peu près le même anonymat que les espèces, ils permettent aussi des transactions entre opérateurs très distants et l'unité de transaction est potentiellement plus divisible. Ces propriétés rendent les crypto-actifs particulièrement intéressants pour les micropaiements effectués dans la nouvelle économie numérique fondée sur le partage et les services.

En outre, contrairement aux transferts bancaires, la compensation et le règlement des transactions sont rapides et sans intermédiaire, ce qui est particulièrement intéressant pour les paiements internationaux, qui sont coûteux, compliqués et opaques. En court-circuitant les réseaux de correspondants bancaires, les nouveaux services utilisant la technologie des registres distribués et les crypto-actifs ont fortement raccourci les délais : les paiements transfrontaliers arrivent à destination en quelques secondes au lieu de quelques jours.

Nous ne pouvons donc pas exclure que certains crypto-actifs finiront par être plus largement utilisés et rempliront plus de fonctions monétaires dans certaines régions ou certains réseaux privés de commerce en ligne.

Évolution des paiements

De manière plus générale, l'essor des crypto-actifs et de la technologie des registres distribués pourrait annoncer le passage d'un système de paiements fondé sur des comptes à un système fondé sur la valeur ou des jetons (He *et al.*, 2017). Dans le premier système, le transfert de créances est enregistré sur un compte géré par un intermédiaire, la banque par exemple. L'autre système prévoit simplement le transfert d'un objet de paiement (monnaie-marchandise ou papier-monnaie). Si la valeur ou l'authenticité de l'objet est vérifiable, la transaction peut s'effectuer, indépendamment de la confiance dans l'intermédiaire ou la contrepartie.

À l'ère du numérique, un tel changement pourrait aussi influencer sur la création monétaire elle-même : de la monnaie scripturale à la monnaie-marchandise, nous pourrions bien boucler la boucle et revenir à la Renaissance ! Au XX^e siècle, la monnaie reposait essentiellement sur des relations de crédit : la monnaie centrale représente une relation de crédit entre la banque centrale et les citoyens (dans le cas des espèces) et entre la banque centrale et les banques commerciales (dans le cas des réserves). Et les dépôts à vue des banques commerciales représentent une relation de crédit entre ces banques et leurs clients. Un crypto-actif, en revanche, ne se fonde sur aucune relation de crédit, ne représente aucune créance et s'apparente au fond plus à une monnaie-marchandise.

Les économistes continuent de débattre sur les origines de la monnaie et de se demander pourquoi les systèmes monétaires ont toujours semblé alterner entre monnaie-marchandise et monnaie scripturale. Si les crypto-actifs ont bien pour effet de donner un rôle plus prééminent à la monnaie-marchandise à l'ère du numérique, la demande de monnaie centrale risque de reculer.

Fournisseur monopolistique

Quelles seraient les conséquences d'une telle évolution ? La baisse de la demande de monnaie centrale amoindrirait-elle la capacité des banques centrales à contrôler les taux d'intérêt à court terme ? En général, la conduite de la politique monétaire par les banques centrales consiste à fixer les taux courts interbancaires pour les réserves (ou compenser les soldes détenus auprès d'elles). D'après King (1999), si les banques centrales n'étaient plus le fournisseur exclusif de ces réserves, elles seraient effectivement privées de leur capacité à conduire la politique monétaire.

Les économistes divergent quant aux ajustements très importants qui s'imposeraient au niveau des bilans des banques centrales pour agir sur les taux d'intérêt dans un monde où leur passif ne remplirait plus aucune fonction

de règlement. Dans le cryptomonde de demain, la banque centrale devra-t-elle acheter et vendre de grandes quantités de crypto-actifs pour modifier les taux d'intérêt ?

Nonobstant ces divergences, les experts s'accordent sur le fond du problème : « La seule vraie question concernant l'avenir est celle de l'importance qu'auraient encore les politiques monétaires des banques centrales » (Woodford, 2000). Pour Benjamin Friedman, le défi est clairement le suivant : « Les taux d'intérêt que peut fixer la banque centrale tendent à être moins, voire plus du tout, liés aux taux d'intérêt et autres prix des actifs qui sont importants pour les transactions économiques ordinaires » (Friedman, 2000).

Autrement dit, si les unités de compte utilisées pour la plupart des activités économiques ne sont plus définies par la monnaie centrale, mais fournies par des crypto-actifs, la politique monétaire de la banque centrale perd toute pertinence. On peut établir une analogie avec la dolla-

Les banques centrales devraient poursuivre leurs efforts pour faire des monnaies fiduciaires des unités de compte meilleures et plus stables.

risation de l'économie dans certains pays en développement. Quand un pan important du système financier national fonctionne avec une monnaie étrangère, la politique monétaire formulée pour la monnaie locale finit par être déconnectée de l'économie locale.

Pression concurrentielle

Comment devraient réagir les banques centrales ? Comment peuvent-elles prévenir la pression concurrentielle que les crypto-actifs pourraient exercer sur les monnaies fiduciaires ?

En premier lieu, les banques centrales devraient poursuivre leurs efforts pour faire des monnaies fiduciaires des unités de compte meilleures et plus stables. Lors d'une allocution prononcée l'an dernier à la Banque d'Angleterre, Christine Lagarde, la directrice générale du FMI, avait déclaré que, pour les banques centrales, la meilleure réponse consisterait à continuer de mener des politiques

Les banques centrales doivent préserver la confiance du public dans les monnaies fiduciaires sans être à la traîne d'une économie fondée sur les nouvelles technologies, le partage et les services décentralisés.

monétaires efficaces tout en restant ouvertes aux idées et aux demandes nouvelles, et attentives aux évolutions économiques. Le meilleur espoir de préserver la stabilité des unités de compte réside probablement dans la mise en œuvre de politiques monétaires modernes, fondées sur l'expérience et le savoir collectifs des membres des comités de politique monétaire et soutenues par des banques centrales indépendantes. L'élaboration des politiques monétaires peut aussi s'appuyer sur la technologie : les banques centrales pourront sans doute améliorer leurs prévisions économiques en utilisant les mégadonnées, l'intelligence artificielle et l'apprentissage automatique.

Deuxièmement, les autorités devraient réglementer l'utilisation des crypto-actifs pour éviter l'arbitrage réglementaire et tout avantage concurrentiel déloyal que des crypto-actifs pourraient retirer d'une réglementation allégée. Cela implique de prendre des mesures rigoureuses pour empêcher le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, de renforcer la protection des consommateurs et de taxer efficacement les transactions cryptées.

Troisièmement, les banques centrales devraient continuer de veiller à ce que leur monnaie demeure un instrument de règlement attrayant. Elles pourraient vivre avec leur temps en émettant par exemple leurs propres jetons numériques pour compléter les espèces physiques et les réserves bancaires. Largement inspirée des crypto-actifs, cette monnaie centrale numérique serait échangeable de pair à pair et de manière décentralisée.

Préserver l'indépendance

La monnaie numérique des banques centrales pourrait contribuer à contrer le pouvoir monopolistique que des externalités de réseau importantes peuvent conférer aux réseaux de paiement privé. Elle pourrait aider à abaisser les coûts de transaction des particuliers et des petites entreprises dont l'accès aux services financiers est restreint et coûteux, et permettre les transactions à longue distance. Contrairement aux espèces, le nombre de coupures de la monnaie numérique ne serait pas limité.

Du point de vue de la politique monétaire, la monnaie centrale numérique portant intérêts aiderait à répercuter le taux directeur sur le reste de l'économie en cas de baisse

de la demande de réserves. Utiliser ces monnaies aiderait également les banques centrales à continuer de percevoir des revenus d'émission et donc à continuer de financer leurs activités et distribuer des bénéfices à l'État. Pour les banques centrales de nombreux pays émergents et en développement, le seigneurage est la principale source de recettes et une garantie majeure d'indépendance.

Évidemment, la création d'une monnaie centrale numérique exigerait de peser soigneusement le pour et le contre, notamment pour écarter tout risque additionnel de paniques bancaires provoquées par le succès de la nouvelle monnaie. Au niveau mondial, le rapport bénéfices-risques sera sans doute évalué différemment selon les pays, en fonction de leur degré de développement financier, technologique, ou autre.

L'ère numérique est synonyme de nouveaux défis, mais aussi de nouvelles possibilités pour les banques centrales. Elles doivent préserver la confiance du public dans les monnaies fiduciaires sans être à la traîne d'une économie fondée sur les nouvelles technologies, le partage et les services décentralisés. Elles peuvent rester dans le jeu en fournissant des unités de compte plus stables que les crypto-actifs et en faisant de la monnaie centrale un moyen d'échange attractif dans l'économie numérique. **FD**

DONG HE est directeur adjoint du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article s'inspire de la note de discussion n°16/03 des services du FMI publiée en janvier 2016, « Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations », par Dong He, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon et Hervé Tourpe.

Bibliographie :

- Friedman, Benjamin M. 2000. "Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking." *International Finance* 3 (2): 261–72.
- Goodhart, Charles. 2000. "Can Central Banking Survive the IT Revolution?" *International Finance* 3 (2): 189–209.
- He, Dong, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon, and Hervé Tourpe. 2017. "Fintech and Financial Services: Initial Considerations." IMF Staff Discussion Note 17/05, International Monetary Fund, Washington, DC.
- King, Mervyn. 1999. "Challenges for Monetary Policy: New and Old." Speech delivered at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, August 27.
- Woodford, Michael. 2000. "Monetary Policy in a World without Money." *International Finance* 3 (2): 229–60.