



## Cryptomercantilisme et souveraineté monétaire : le défi des stablecoins américains pour l'Europe

Éric Monnet\*

Le gouvernement américain promeut activement les cryptomonnaies, surtout les stablecoins, actifs numériques adossés à une monnaie de référence. Cette stratégie dépasse le cadre financier national : elle vise à consolider la domination mondiale du dollar et à remodeler l'ordre monétaire international. En favorisant les stablecoins adossés au dollar, les États-Unis souhaitent renforcer l'influence de leurs géants technologiques dans les paiements ainsi que la demande d'actifs en dollars, notamment leur dette publique. La loi Genius fournit le socle juridique de cette orientation, contrastant avec le règlement européen MiCAR qui favorise, quant à lui, la protection des consommateurs face au risque financier des stablecoins. La politique américaine pourrait affaiblir les efforts de la BCE pour accroître le rôle international de l'euro et menacer la souveraineté monétaire de nombreux pays. Pour éviter qu'il en soit ainsi l'UE gagnerait, avec ses partenaires, à défendre un système de paiement multilatéral fondé sur la coopération.

La révolution monétaire numérique est désormais au cœur des débats économiques et financiers mondiaux. Depuis plus d'une décennie, l'émergence des crypto-actifs décentralisés, comme le Bitcoin ou l'Ethereum, a nourri un imaginaire d'alternatives aux systèmes monétaires traditionnels. Pourtant, leur volatilité et leur absence d'ancrage économique les ont empêchés d'acquiescer un rôle véritablement monétaire : ils demeurent des instruments d'investissement plutôt que des moyens de paiement.

C'est dans ce contexte qu'ont émergé les stablecoins. Ces jetons numériques, émis par des acteurs privés, promettent une stabilité de valeur en étant adossés à des actifs considérés comme sûrs (dépôts bancaires, dette publique...) et en conservant une parité fixe avec une monnaie de référence (dollar, euro...). Leur mécanisme vise à assurer une convertibilité parfaite avec une monnaie de référence, le plus souvent le dollar. Contrairement aux crypto-actifs décentralisés, les stablecoins semblent capables de remplir les trois fonctions de la monnaie : unité de compte, réserve de valeur et moyen d'échange.

Leur développement rapide n'a pas échappé aux gouvernements. Aux États-Unis, la nouvelle administration a décidé d'en faire un levier stratégique. En janvier 2025, un décret présidentiel a appelé à soutenir l'innovation et la diffusion mondiale des stablecoins adossés au dollar. Cette politique pro-stablecoin s'inscrit dans une politique générale promouvant l'ensemble des cryptomonnaies, mais elle a des implications particulières pour la dette publique américaine et le système monétaire international. L'objectif est clair et a été répété plusieurs fois par Donald Trump et Scott Bessent<sup>1</sup> : utiliser ces monnaies privées pour renforcer l'hégémonie monétaire américaine et consolider la demande mondiale de dette publique américaine. Cette stratégie, que l'on peut qualifier de cryptomercantilisme, repose sur une alliance entre l'État et les entreprises privées, à l'image du mercantilisme classique du XVIII<sup>e</sup> siècle où les États européens s'appuyaient sur leurs compagnies commerciales pour développer leur puissance à l'étranger<sup>2</sup>. Il ne s'agit pas ici d'accroître les exportations commerciales, mais d'utiliser une domination sur les moyens de paiements pour encourager la détention de dette publique

\* Éric Monnet est conseiller scientifique au CEPII et professeur à l'École d'économie de Paris et l'EHESS. Cette Lettre s'appuie sur un rapport, commandé par la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen en vue du Dialogue monétaire, publié le 17 juin : van 't Klooster, J., Martino, E. & Monnet, E. (2025). [Cryptomercantilism vs. Monetary Sovereignty. Dealing with the Challenge of US Stablecoins for the EU](#), juin.

1. Monnet, E. (2025). Cryptomercantilism: Donald Trump's Monetary Doctrine. *SUERF Policy Brief*, n° 1139, avril. Plus récemment : Scott Bessent Bets on Stablecoins to Bolster Demand for Treasuries. *Financial Times*, 20 août 2025.

2. Orain, A. (2019). La vraie nature du mercantilisme contemporain. *Esprit*, n° 456, p. 89-101.

américaine en dehors des États-Unis. Il s'agit donc d'un nouveau moyen de puissance monétaire sans équivalent dans l'histoire, rendu possible uniquement par la nouveauté des cryptomonnaies. Certains analystes, et le secrétaire au Trésor lui-même, ont ainsi estimé dans la presse et plusieurs rapports que la détention de dette américaine par les émetteurs de stablecoins pourrait atteindre 2 000 milliards de dollars d'ici quelques années (2030) : un montant plus élevé que celui de la dette publique américaine détenu individuellement aujourd'hui par le Japon, la Chine ou l'Union européenne.

Le Genius Act, adopté par le Sénat des États-Unis en juillet 2025 vise à rendre cette stratégie possible en donnant un cadre légal pour les stablecoins aux États-Unis. L'objectif est double : mettre en place une réglementation qui puisse rendre les stablecoins plus sûrs (pour qu'ils soient adoptés plus facilement), tout en faisant en sorte qu'ils restent très profitables – et donc suffisamment risqués... – pour les entreprises émettrices. Il s'agit ainsi d'en faciliter à la fois l'offre et la demande.

Face à cette offensive, l'Union européenne (UE) ne peut pour l'instant que se reposer sur le règlement MiCAR (Markets in Crypto-Assets Regulation), entré en vigueur en 2023, pour encadrer strictement les stablecoins et protéger les consommateurs. La Banque centrale européenne, de son côté, avance dans le projet d'euro numérique, conçu comme une alternative publique aux stablecoins privés. Si MiCAR a été conçu avant l'offensive de l'administration Trump sur les stablecoins, il permet toutefois d'éviter que des stablecoins adossés au dollar viennent rapidement dominer le système de paiement européen. Deux visions s'opposent ainsi : des États-Unis offensifs, qui misent sur l'innovation privée pour renforcer leur puissance monétaire et, une Europe défensive, qui privilégie la régulation et la souveraineté monétaire. La question centrale est alors de savoir comment l'Europe peut préserver son autonomie monétaire et renforcer la stature internationale de l'euro dans un monde où les stablecoins dollarisés risquent d'accroître la dépendance au dollar et de marginaliser l'euro.

## ■ La stratégie crypto-américaine : une nouvelle étape dans l'histoire de la monnaie

Les stablecoins s'inscrivent dans une longue tradition où coexistent monnaies publiques et monnaies privées. L'histoire monétaire est faite de compromis entre l'autorité souveraine et les initiatives financières et monétaires privées. Au XIXe siècle, les États-Unis connaissaient déjà une multitude de billets émis par des banques privées, dont la valeur était garantie par de la dette publique détenue en réserve par ces banques. De nos jours, les dépôts bancaires constituent la principale forme de monnaie scripturale et sont crédibles grâce au soutien implicite de la Banque centrale et de la garantie des dépôts.

Les stablecoins reprennent la logique du système bancaire américain du XIXe siècle, connu pour avoir été très instable et générateur de crises, mais en version numérique<sup>3</sup> : ce sont des monnaies privées, mais

leur valeur dépend d'un ancrage sur des actifs plus ou moins sûrs. La nouveauté réside dans l'infrastructure technologique : au lieu de circuler par l'intermédiaire du système bancaire, ils s'échangent directement sur des blockchains, accessibles en temps réel, ce qui garantit la sécurité des transactions.

Un stablecoin fonctionne selon un principe simple : l'émetteur émet des jetons numériques (de la monnaie), dont la valeur est garantie par des actifs achetés en contrepartie de cette émission monétaire. Chaque jeton peut ensuite être échangé librement sur les marchés, avec la garantie d'une convertibilité un pour un dans une monnaie de référence. Cette promesse de stabilité distingue le stablecoin des autres crypto-actifs décentralisés (comme le Bitcoin).

De très nombreux travaux ont insisté sur les risques financiers importants que posent les stablecoins<sup>4</sup>. En effet, un détenteur de stablecoins peut vouloir l'échanger contre une monnaie de référence. Si un doute sur la fiabilité d'un émetteur de stablecoin survient et que tous les détenteurs demandent en même temps à procéder à cet échange, il existe alors un risque similaire à celui d'une ruée au guichet. En pratique, il est possible de limiter ce risque en obligeant les détenteurs de stablecoins à détenir des actifs très sûrs et liquides. Mais ces actifs sont généralement peu rémunérateurs. Moins la réglementation est contraignante et plus les émetteurs chercheront à détenir une partie d'actifs plus rémunérateurs, plus risqués et moins liquides, qui peuvent se révéler insuffisants en cas de ruée au guichet.

Puisque les stablecoins peuvent circuler dans le monde entier, cela signifie que, potentiellement, ils peuvent être adoptés massivement par n'importe quel pays comme moyen de paiement. Si la valeur de ces stablecoins est fixée au dollar, cela peut entraîner une quasi-dollarisation des paiements du pays donné, même si la monnaie utilisée n'est pas directement du dollar. En facilitant une quasi-dollarisation grâce à l'accès aux technologies numériques de paiement, les stablecoins pourraient donc bouleverser les équilibres monétaires nationaux et mondiaux.

En mai 2025, la capitalisation totale des stablecoins dépassait les 250 milliards de dollars. Les trois quarts étaient concentrés sur deux émetteurs américains : Tether (USDT) et Circle (USDC). À l'inverse, les stablecoins libellés en euros restaient marginaux, représentant moins de 0,1 % du marché mondial.

Au-delà des chiffres actuels, c'est le potentiel d'adoption qui inquiète. Dans les pays émergents, confrontés à l'inflation ou à la fragilité bancaire, les stablecoins offrent une alternative simple et crédible. Ils facilitent grandement les paiements nationaux et internationaux dans les pays faiblement bancarisés et représentent une réserve de valeur plus stable que la monnaie nationale dans les pays avec une inflation élevée. Dans les pays où une partie importante des individus n'ont pas de comptes bancaires, mais dont l'intégralité de la population a accès à des téléphones et utilise principalement des applications (pour les paiements, les achats, les réseaux sociaux) détenues par des grands groupes technologiques américains, ces derniers pourraient rapidement permettre des paiements en stablecoins adossés au dollar. C'est d'ailleurs ce que recommande un [rapport](#) de la Maison-Blanche publié le 30 juillet 2025.

3. Gorton, G. B. & Zhang, J. Y. (2023). Taming wildcat stablecoins. University of Chicago. *Law Review*, vol. 90, p. 909.

4. Voir, entre autres, Gorton & Zhang, *op. cit.*

## ■ Réglementation des stablecoins : Genius versus MiCAR

La monnaie n'est pas une catégorie strictement définie : différents actifs peuvent acquérir un caractère plus ou moins « monétaire » selon le cadre juridique applicable. Plusieurs variables réglementaires clés rendent les stablecoins « monétaires » et permettent de limiter plus ou moins les risques liés au fait de laisser des acteurs privés émettre une telle monnaie. Les approches européennes et américaines diffèrent largement. La seconde laisse place à plus de prise de risque (et donc de rendement) afin de favoriser l'offre de stablecoins et leur circulation internationale.

Déterminer qui a le droit d'émettre des stablecoins fixe le cadre réglementaire applicable et définit l'étendue de la supervision. Dans l'UE, seuls les établissements de crédit ou les établissements de monnaie électronique agréés peuvent émettre des stablecoins sous forme de jetons de monnaie électronique. Aux États-Unis, la loi Genius permet aux filiales d'établissements bancaires ou à des institutions non bancaires qualifiées, bénéficiant d'une licence *ad hoc*, d'en émettre. Par ailleurs le régime applicable aux émetteurs significatifs est très différent de part et d'autre de l'Atlantique. La loi Genius adopte une approche uniforme, avec des exigences quasi identiques qu'il s'agisse d'un petit émetteur ou d'un acteur systémique. À l'inverse, dans l'UE, les émetteurs jugés significatifs par leur taille, leur volume ou leur importance systémique sont soumis à un régime beaucoup plus strict, en particulier concernant la gestion des réserves et les principes prudentiels de base.

Les règles d'émission et de rachat (c'est-à-dire la convertibilité du stablecoin dans la monnaie à laquelle il est fixé) sont cruciales pour définir le caractère « monétaire » et la crédibilité de la promesse faite par l'émetteur. Dans MiCAR comme Genius, un rachat à parité est imposé et les stablecoins ne peuvent pas être rémunérés par un taux d'intérêt. Concernant les actifs à détenir en réserve, le régime européen est bien plus strict : 30 % de ces actifs doivent être déposés sur un compte bancaire, le reste ne pouvant être investi que dans des instruments financiers hautement liquides. Le régime américain, au contraire, est beaucoup plus flexible, autorisant une gamme plus large de placements. En cas de crise, MiCAR impose l'existence d'outils de gestion précoce, déjà utilisés dans les fonds monétaires, pour stopper les paniques. Aux États-Unis, le régulateur fixe au cas par cas les exigences de capital et de liquidité. Sous MiCAR, les émetteurs – surtout lorsqu'ils sont qualifiés de significatifs – doivent respecter des exigences quantitatives et qualitatives prédéfinies. Et la BCE peut forcer à interrompre l'émission de stablecoins adossés à une monnaie étrangère, si leur circulation devient trop importante et menace donc la mise en œuvre de la politique monétaire en zone euro.

Enfin, les deux régimes interdisent à des émetteurs non agréés d'opérer légalement sur leur territoire. Mais les États-Unis cherchent à attirer des émetteurs étrangers, dès lors qu'ils peuvent garder un contrôle politique sur eux. Le secrétaire au Trésor peut autoriser, au cas par cas, un émetteur étranger et conclure des accords internationaux pour faciliter l'interopérabilité des paiements en stablecoins en dollars émis à l'étranger. L'UE, au contraire, se limite à encourager la coopération

entre superviseurs. L'accès au marché intérieur européen repose sur le mécanisme d'« équivalence » (l'octroi d'un agrément à un stablecoin émis à l'origine dans une autre juridiction), mais celui-ci n'est pas prévu dans la version actuelle de MiCAR : la Commission doit examiner d'ici juin 2027 la possibilité de l'introduire.

## ■ Quels risques pour la souveraineté monétaire de la zone euro ?

Même avec des hypothèses d'adoption par les ménages relativement fortes, le rôle des stablecoins dans le système monétaire européen pourrait rester limité – du moins initialement. Par exemple, si tous les utilisateurs dans la zone euro échangeaient entièrement leurs billets pour des stablecoins, le volume total de billets en circulation serait remplacé, mais cela ne représente qu'environ 30 milliards d'euros. Dans un scénario plus ambitieux, si chaque citoyen européen en âge de travailler (15 ans et plus) détenait un portefeuille de stablecoins moyen de 500 € pour les paiements courants, le volume total atteindrait environ 191 milliards d'euros, 382 milliards d'euros avec un portefeuille moyen de 1 000 €. Bien que ces montants ne soient pas négligeables, ils restent modestes par rapport aux dépôts bancaires actuels dans la zone euro : 5 173,6 milliards d'euros en dépôts à vue et 2 304,2 milliards d'euros en dépôts à terme court (jusqu'à 3 mois). Selon MiCAR, 30 % des actifs de stablecoins doivent rester en dépôts à vue, laissant 70 % (au maximum 267 milliards d'euros) investissables en titres, un montant insuffisant pour déstabiliser significativement les marchés obligataires et l'autonomie de la politique monétaire. La dette publique totale dans la zone euro est en effet de 12 753 milliards d'euros (avec les dettes publiques française, allemande et italienne représentant chacune entre 2 500 et 3 000 milliards d'euros).

L'utilisation de stablecoins par les entreprises représenterait un changement beaucoup plus important. Les entreprises sont en effet des acteurs cruciaux des systèmes de paiement européens, car elles influencent le comportement de paiement des consommateurs et gèrent les paiements interentreprises. Ces derniers sont essentiels : bien que les virements bancaires (principalement effectués entre entreprises) ne constituent que 22 % du nombre de transactions non monétaires dans la zone euro, ils représentent 93 % de leur valeur totale. Si les entreprises de la zone euro commençaient à verser les 235 milliards d'euros de salaires mensuels actuels *via* des stablecoins et à les utiliser pour les transactions interentreprises, le volume d'utilisation des stablecoins pourrait augmenter considérablement. Dans ce scénario, une partie notable des 2 450,8 milliards d'euros de dépôts à vue actuellement détenus par les entreprises pourrait migrer vers les stablecoins. Cela dit, les entreprises ont actuellement peu d'incitations à contourner le système bancaire pour les paiements – notamment pour les salaires –, car les banques offrent une gamme complète de services financiers intégrés, y compris le crédit et la gestion de trésorerie. L'incitation la plus forte résiderait probablement dans les paiements transfrontaliers, où les stablecoins pourraient offrir des alternatives plus rapides et moins coûteuses aux virements bancaires internationaux traditionnels.

Les monnaies numériques de banque centrale (CBDC) peuvent constituer une alternative appropriée aux stablecoins pour rendre les paiements domestiques plus rapides et anonymes que les virements bancaires ou paiement par carte bancaire. La concurrence entre stablecoins et CBDC peut par ailleurs inciter les banques à améliorer leurs systèmes de paiement et à les rendre moins coûteux. Cependant, les stablecoins pourraient l'emporter si leurs émetteurs étaient autorisés à offrir des récompenses ou des remises en espèces. L'introduction de l'euro numérique est donc une politique essentielle pour limiter l'usage des stablecoins dans la zone euro et inciter les banques à améliorer leurs systèmes de paiement. En outre, si l'inflation reste faible dans la zone euro, il n'y a aucun avantage à utiliser les stablecoins pour se protéger contre la perte de valeur réelle de l'euro. Cependant, les paiements numériques bancaires et les CBDC peuvent offrir des alternatives plus stables et attractives pour les paiements domestiques dans la zone euro, mais ce n'est pas encore garanti pour les paiements internationaux.

## ■ Un système de paiement multilatéral coopératif comme parade à la privatisation des paiements internationaux

Si la réglementation européenne limite fortement la probabilité d'une utilisation massive en Europe de stablecoins adossés au dollar et plus risqués, ce n'est actuellement pas le cas dans les pays qui n'ont pas encore de régulation appropriée, où les acteurs bancaires sont moins présents et l'inflation est instable.

Les risques pour l'UE seraient dans ce cas indirects :

- voir des partenaires économiques importants perdre leur souveraineté monétaire ou subir une crise financière en raison de l'utilisation importante de stablecoins en dollars par leur population ;

- voir le rôle international de l'euro diminuer, alors que le renforcer est un objectif jugé prioritaire par la Commission européenne et la BCE.

Pour éviter ces risques, il ne semble ni réaliste ni souhaitable que l'UE tente de rivaliser avec les États-Unis en promouvant des stablecoins en euros *via* un affaiblissement de MiCAR. La faible part de marché actuelle et la domination américaine dans les technologies internet (notamment par les GAFAM) montrent que la perspective d'une adoption internationale massive de stablecoins en euros est lointaine. Et le principe même des stablecoins implique qu'ils doivent être relativement risqués pour les émetteurs pour continuer à être rentables, ce qui reporte *in fine* le risque sur les utilisateurs. À part la rapidité des paiements, leur utilité dans un système de crédit paraît à ce stade limitée.

Une politique active d'internationalisation de l'euro peut en revanche agir comme une force stabilisatrice – et non hégémonique –, aidant d'autres pays à contrer le risque de dollarisation par les stablecoins adossés au dollar. L'UE pourrait ainsi bénéficier d'une utilisation plus large de sa monnaie, tandis que les pays tiers bénéficieraient de moyens de paiement internationaux stables, fiables et du respect de leur souveraineté monétaire.

L'UE pourrait ainsi promouvoir une politique de développement des paiements numériques à travers le monde. Cela nécessite le développement d'une infrastructure garantissant l'interopérabilité des CBDC et des systèmes de paiement rapides, comme Pix au Brésil, pour les paiements transfrontaliers<sup>5</sup>. Le développement d'une approche coopérative et multilatérale des systèmes de paiement entre pays semble la seule manière aujourd'hui d'éviter la privatisation des paiements internationaux *via* les stablecoins indexés sur le dollar.

5. Reslow, A., Soderberg, G. & Tsuda, N. (2024). Cross-border Payments with Retail Central Bank Digital Currencies. International Monetary Fund ; et van 't Klooster *et al.*, *op. cit.*

