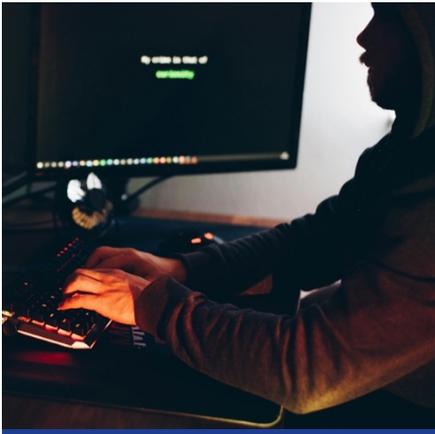


AVIS D'EXPERT

## DE L'EUPHORIE AU CHAOS



**PSAN – MiCA, une nécessité ? Les années 2021 et 2022 resteront des années de tous les records. L'une vertueuse, l'autre, la spirale inversée de la première. Retour sur une actualité récente qui a marqué l'histoire et les impacts un an après.**

**Alors que le système financier traditionnel est pris dans la tourmente, une nouvelle victime est à déplorer, et pas des moindres. La banque américaine First Republic Bank (\$229 milliards), constitue la dernière faillite en date, et n'est autre que la deuxième plus grande faillite bancaire de l'histoire, hors banque d'investissements, des Etats-Unis depuis Washington Mutual en 2008. Saisie par les autorités américaines, la banque est aussitôt rachetée par J.P. Morgan. Après Silvergate, SVB et Signature aux Etats-Unis, First Republic Bank est la dernière banque à tomber, rejoignant également Crédit Suisse.**

**À l'image des turbulences que connaît la finance traditionnelle, l'écosystème autour des crypto-actifs traverse aussi une période historique. D'ailleurs le règlement européen sur les marchés de crypto-actifs MiCA a été adopté par le Parlement européen jeudi 20 avril. L'Autorité des marchés financiers prépare la transition vers MiCA et contribue aux travaux de rédaction des textes d'application qui devront être publiés par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) avant l'entrée en application du texte.**

## INTRODUCTION

Voici un extrait du discours du Gouverneur de la Banque de France à l'occasion d'une conférence de l'ACPR, permettant d'identifier les trois types de risques majeurs en 2023 : le risque immobilier, le risque cyber (Dora) et les risques liés aux actifs non financiers :

« - le risque cyber, dont la fréquence et les coûts ont de fortes probabilités de monter encore avec la guerre en Ukraine. Au sein de l'Union européenne, le règlement DORA entrera en application en 2025 et offrira un cadre solide et harmonisé pour renforcer la résilience du secteur financier aux attaques informatiques et surveiller les prestataires tiers critiques comme les plateformes de cloud.

- les marchés immobiliers, avec un prix des logements croissant de 9% (en glissement annuel) en juin 2022 en zone euro, beaucoup plus rapidement que les revenus des ménages. À ce stade, les risques associés à un retournement apparaissent toutefois limités en France, y compris grâce à notre action macroprudentielle pour assainir la production de crédit à l'habitat. Nous restons néanmoins très attentifs, également sur les autres segments du marché tel que l'immobilier commercial.

- les cryptos, avec des épisodes successifs d'effondrements, dont FTX est le dernier, qui ont causé de fortes corrections de marché et un « hiver des cryptos » depuis près d'un an : leur répétition appelle de manière criante le renforcement de la surveillance. Oui, certains cryptos sont sans doute en route vers la non-pertinence, ou l'«irrelevance ». Mais non, ce n'est pas une raison pour relâcher l'impératif de régulation. La France et l'Europe ont joué un rôle précurseur en ce domaine, avec la création du statut de PSAN, en 2019, puis l'adoption du paquet « Finance numérique » dont MiCA, au niveau européen il y a quelques semaines. »

Effectivement l'année 2021 s'est distinguée par un engouement sans précédent pour les crypto-actifs. A titre d'illustration de ce phénomène, on peut retenir les deux chiffres qui ont fait le tour des médias et du globe : le cours du Bitcoin atteignant les 69 000 USD et le Dogecoin, inconnu jusque-là qui a connu une croissance de 23 000% en l'espace de quelques semaines.

## COMMENT TOUT A BASCULÉ

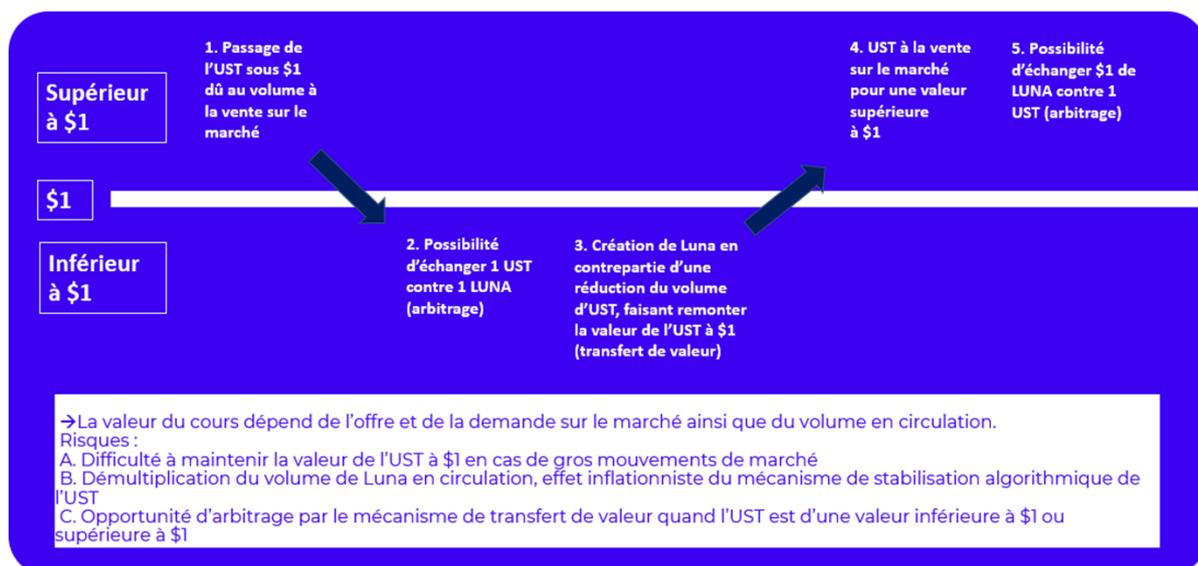
chiffres, que jusque-là tout le monde pensait inatteignables ont suscité d'autant plus d'euphorie et une certaine aversion au risque de la part de nombreux investisseurs s'est estompée au fil du temps et des nouveaux chiffres records du marché. Globalement on peut distinguer deux groupes, ceux qui ont surfé sur la vague et ceux qui sont entrés au moment où la vague a atteint son apogée. Ceux qui ont su profiter de l'ascension se sont alors retrouvés dans une position confortable, où la prise de bénéfices leur permettait de réinvestir, et suite à un sentiment de confiance, être moins regardant en termes de risque. De l'autre côté ceux qui sont arrivés tardivement pour prendre des positions, étaient dans, l'ensemble contraints de se positionner sur des valeurs motrices comme Bitcoin ou Ethereum, repoussant déjà leurs plus haut respectifs depuis quelques semaines ou bien de tenter des placements plus risqués mais avec de meilleures perspectives de croissance.

Dans la suite logique, un repli du marché s'est opéré progressivement pour amener à une période d'incertitude. Cette configuration est donc propice à ce que les investisseurs quittent les valeurs trop volatiles, caractéristique si différenciante de cette classe d'actifs, pour se réfugier sur des stablecoins, ces monnaies digitales qui sont censées être indexées sur des devises FIAT et conserver cette valeur repère (d'une valeur à hauteur de 1 USD).

Afin de comprendre l'actualité, il faut revenir sur une succession d'événements récents, notamment l'effondrement du stablecoin UST, qui a eu l'effet d'un cataclysme. La start up Terraform Labs a innové en mettant au point un stablecoin avec un fonctionnement différent, celui-ci étant algorithmique et fonctionnant en lien avec un crypto-actif volatile, l'UST.

Voici une illustration du fonctionnement de ce stablecoin algorithmique :

### Fontionnement de la stabilisation algorithmique du stablecoin UST



A y regarder de plus près, on peut s'apercevoir que c'est un schéma qui fonctionne dans la mesure où le marché est porteur et que la tendance est donc plutôt à la hausse.

Le marché s'est enthousiasmé pour ce stablecoin UST d'un nouveau genre, qui réinvente le modèle.

Le degré de complexité à travers ce système ingénieux de vases communicants est resté nébuleux pour une large majorité. Ceux qui avaient cerné le fonctionnement étaient aveuglés par des rendements alléchants grâce à une valeur qui se veut stable.

Dans l'inconscient collectif, l'UST est donc progressivement devenu too big to fail, à l'image d'un phénomène bien connu dans le secteur bancaire, le dernier en date étant Crédit Suisse.

A son apogée, la capitalisation des deux crypto-actifs Terra et Luna culminait à 55 milliards de dollars. Cette expérimentation a pris une autre tournure et a attiré encore davantage la convoitise quand le protocole décentralisé Anchor proposait 20% de rendement annuel sur le stablecoin UST, indexé sur la devise FIAT USD. Bien

évidemment cette opportunité s'est rapidement imposée auprès de nombreux investisseurs comme étant la solution miracle afin de maintenir des rendements généreux lors d'une période plus compliquée sur le marché crypto, qui plus est à travers une monnaie qui se veut stable et donc pour beaucoup, qui devrait bénéficier d'un risque restreint de perte de valeur. L'attractivité était telle qu'un afflux massif de capital est arrivé sur la plateforme, et cela s'est fait assez rapidement, à hauteur de \$15.39 milliards, propulsant l'UST comme 3<sup>ème</sup> plus gros stablecoin. La blockchain Terra est alors devenue la deuxième blockchain de finance décentralisée. Cette ascension fulgurante s'est faite progressivement depuis la fin d'année 2021.

A noter qu'en mai 2021, l'UST avait perdu de sa valeur pour baisser jusqu'à \$0,92 suite à de gros volumes d'échanges. L'algorithme avait alors fonctionné et donné un signe de confiance majeur, d'autant plus qu'il s'agissait d'une expérimentation grandeur nature. Ce rendement alléchant a renforcé l'intérêt pour Terra-Luna, faisant passer l'expérimentation de l'intérêt intellectuel à l'intérêt spéculatif. L'algorithme a parfaitement rempli sa fonction pendant des mois, ce qui montre que le concept n'était pas incensé, jusqu'au jour où un portefeuille a vendu pour 285 Millions d'UST (d'une valeur de 1UST : 1USD) en une seule transaction.

Instantanément, l'UST a baissé à \$0,98 amenant une opportunité d'arbitrage, étant donné que celui-ci vaut \$1 et que l'algorithme gère le rééquilibrage grâce au système de vases communicants avec Luna.

En 24 heures, 4 milliards d'UST ont été retirés du protocole Anchor : Luna a perdu 20% de sa valeur. Cependant l'algorithme fonctionnant toujours pour rétablir la valeur de l'UST à \$1, le phénomène d'arbitrage a alors pris une ampleur exponentielle. D'autant plus que dans la sphère crypto, les robots de trading sont répandus, ce qui a accéléré le phénomène et l'a amplifié en créant une spirale. En effet plus le cours descendait, plus des seuils d'alerte qui se déclenchaient et plus les robots de trading attaquaient la valeur. Terraform Labs a vendu 37 000 bitcoins, d'une valeur de plus d'1 milliard de dollars pour racheter de l'UST, ce qui fit baisser le cours du bitcoin par la même occasion. Néanmoins tous ces efforts n'ont pas suffi à compenser les mouvements de marché.

## **CONTAGION DE L'ÉCOSYSTÈME**

### **Infographie : la chute de Terra – Luna**

Là où les craintes se portaient sur ce protocole expérimental en particulier, du fait d'une promesse de rendement insoutenable, ce n'est pourtant pas le talon d'Achille que tout le monde de la crypto pensait voir. Au-delà du concept de stabilité, l'innovation portée par Terra – Luna est une monnaie stable algorithmique, ce qui signifie que c'est un algorithme qui doit s'équilibrer lui-même.

TerraUSD maintenait sa valeur équivalente à l'USD par un système d'arbitrage complexe, impliquant Luna, le tout étant régulé par des smart contracts autonomes. TerraUSD était donc censé conserver sa valeur, cela a donc été un choc pour l'ensemble des acteurs, et l'onde de choc continue de se répandre.

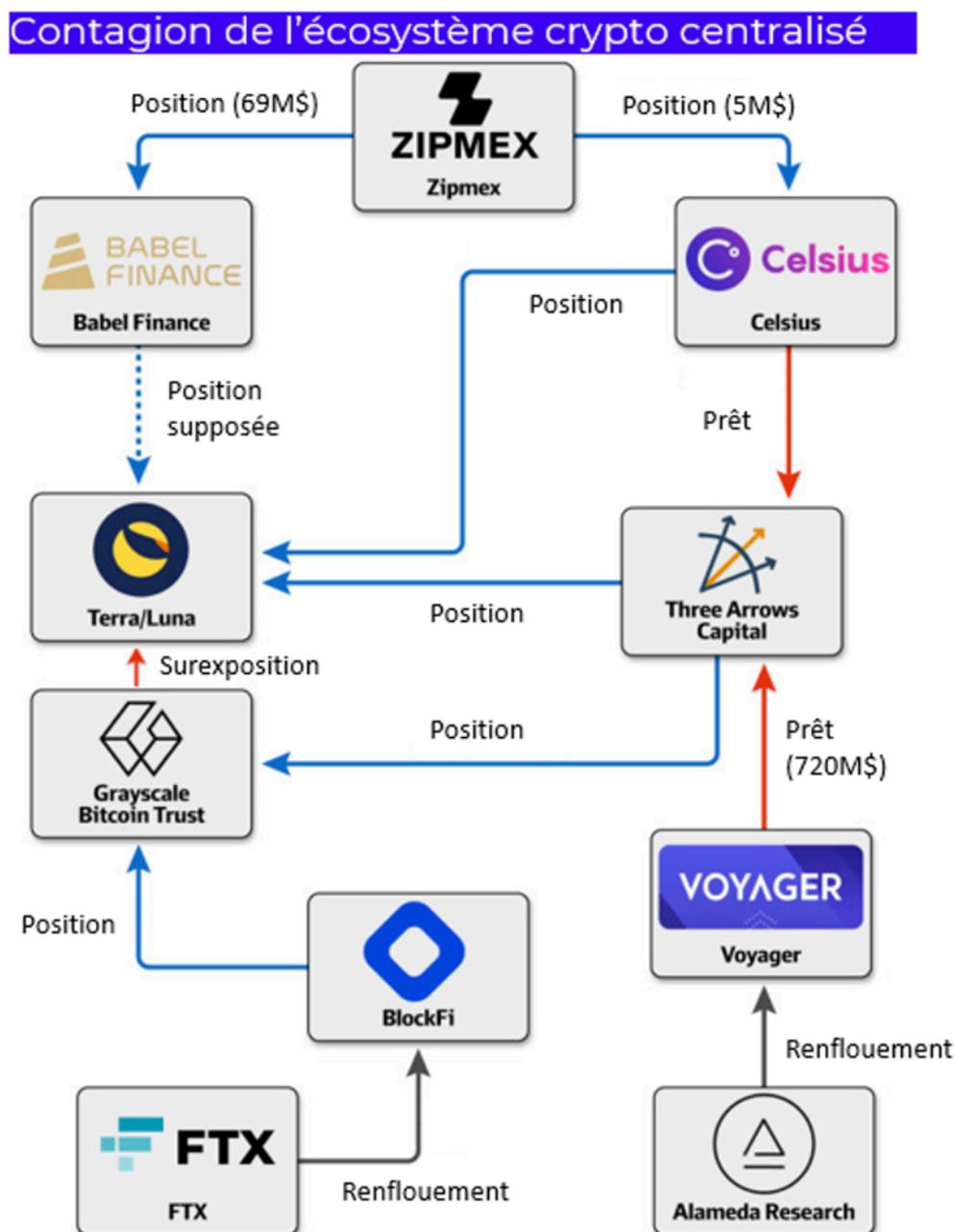
Les éléments mentionnés semblent anodins au premier abord, et pourtant c'est en l'occurrence ce qui a causé la perte de cet écosystème et initié les prémices du cataclysme dont les ondes de choc se font encore ressentir près d'une année après.

Les investisseurs ont perdu 48 Milliards de dollars.

L'onde de choc fut telle, qu'on peut faire un parallèle avec les actifs toxiques de 2008 dans la finance traditionnelle :

Dans l'ensemble, le schéma s'est répété pour chaque acteur, un par un. Compte-tenu d'un impact en première ligne, s'est suivi une crise de confiance qui se traduit par un bank run, qui en réponse a amené les entités à bloquer les retraits. Ce qui a alors inquiété des investisseurs utilisant d'autres services associés et accéléré le phénomène de contagion.

En juin 2022, il y a Three Arrows Capital, hedge fund qui pesait 10 milliards fut liquidé juin 2022. Le même mois, Celsius, plateforme centralisée aux 600 000 clients et totalisant 4,2 milliards de dollars connu le même sort. Et la liste est longue. Afin de mieux comprendre le rôle déterminant de Terra-Luna, voici les principaux acteurs et leurs relations.





D'ailleurs la différence de traitement peut induire les investisseurs en erreur. En effet, de manière générale, la société évolue en apportant davantage de confort et de sécurité aux citoyens. Il en va de même dans la finance où au fil des régulations, les investisseurs bénéficient de davantage de protection et de sécurité les protégeant, notamment contre des pratiques malveillantes ou dans le cas où ils seraient confrontés à une situation abusive.

Cette notion de confort grandissant confère donc une sécurité presque naturelle. Il serait donc compréhensible qu'en étant habituellement exposés à un environnement encadré et prévenant, l'investisseur se sente naturellement entouré d'un certain degré de sécurité, et ainsi relâchant son attention quant aux risques auxquels il peut être confronté.

L'année 2022 peut être identifiée à une correction saine du marché, d'ailleurs, et si c'était finalement un signe de pérennité des crypto-actifs ? Comme tout autre marché, un cycle haussier laisse place à une phase de correction permettant de retrouver des valorisations plus justes.

En effet certains y voient une période d'épuration permettant de se séparer des éléments défaillants et ne conserver que les éléments solides qui ont vocation à perdurer.

La notion de cycle revient souvent autour des logiques qui régissent ce marché. Ce qui a été différent cette fois-ci, c'est un parallèle avec des phénomènes qui viennent directement de la finance traditionnelle. En l'occurrence, l'écosystème a été ébranlé à cause d'un biais de représentativité, le fameux too big to fail, amenant à une crise de liquidité, un bank run généralisé et la chute des acteurs en cascade par phénomène de contagion.

On peut donc en déduire qu'il y a un rapprochement du marché des crypto-actifs avec la finance traditionnelle.

## **ADOPTION DES CRYPTO-ACTIFS PAR LES INSTITUTIONNELS**

Dans le même temps, on peut aussi observer une tendance qui s'installe progressivement : le rapport aux crypto-actifs qui tend vers l'adoption de la part des banques et des institutionnels.

Ce sentiment a connu une véritable accélération sur les derniers mois. Par exemple, la banque suédoise Mercobank va proposer un service à ses clients pour les accompagner afin de diversifier leurs portefeuilles et incorporer des NFTs.

La plus ancienne banque américaine a dernièrement affolée la chronique avec une annonce forte, Bank of New-York Mellon propose désormais à ses clients de détenir des crypto-actifs. Une belle preuve d'adaptation au changement au fil des siècles pour cet acteur historique outre-Atlantique. Il y a également Fidelity qui se positionne avec la volonté de proposer à ses clients de diversifier leurs portefeuilles avec toute une palette de cryptoactifs.

On remarque aussi des poids lourds de la gestion d'actifs, comme Blackstone, BlackRock, State Street ou Vanguard. Au niveau des banques, on note J.P.Morgan, Goldman Sachs ou encore Santander. La liste s'allonge au fil du temps, telle une escalade en termes de

concurrence sur ce nouveau segment de marché. Il y a même des places d'échanges qui s'intéressent à cette nouveauté, comme Nasdaq ou New York Stock Exchange.

Il est probable que cette transition du rapport envers les crypto-actifs, passé de la défiance à l'adoption constitue également une tendance qui s'inscrit dans la durée pour le secteur bancaire. En effet des fonds et des établissements destinés aux institutionnels ont faits des déclarations en ce sens tout au long de l'année 2022, alors même que l'année fut particulièrement difficile pour l'ensemble du secteur, faisant suite à des records historiques et qu'une écrasante majorité des valeurs sont à leur plus bas. Désormais, les banques veulent de plus en plus se positionner pour répondre aux besoins des clients à travers l'innovation. Ainsi on dénombre 55 banques en Europe qui ne sont pas fermées aux crypto-actifs, 24 en Asie, 23 en Amérique du Nord, 14 en Amérique Centrale et du Sud et 4 au Moyen-Orient.

On note aussi un phénomène qui est apparu autour de l'année 2020, un peu partout à travers le monde, les banques centrales se sont particulièrement intéressées au potentiel de digitalisation de leurs devises respectives. Ainsi une monnaie digitale de banque centrale serait un crypto-actif stable, à l'image d'un stablecoin, mais non indexé sur une devise ; représentant la devise elle-même. Globalement, en 4 ans, on relève pas moins d'une centaine d'initiatives en ce sens à travers le monde, qui en sont au moins au stade de recherche. Effectivement, la Banque Centrale Européenne a lancé un programme afin de pousser des réflexions et mener des travaux en ce sens, au stade d'expérimentation pour le moment, mais ayant vocation à évoluer.

Depuis les événements dramatiques de l'écosystème, les stablecoins sont au centre de l'attention, aussi bien de la part des investisseurs que des régulateurs. Au premier trimestre 2023, l'agence de notation Moody's a publiquement déclaré actuellement débiter des travaux afin de mettre au point un scoring dédié aux stablecoins. Moody's prévoit d'analyser le top 20 des stablecoins, c'est-à-dire d'évaluer les attestations de réserve afin de faire la lumière sur ces valeurs et leur solidité. Ces analyses devraient permettre d'établir le scoring. Cette initiative permet de donner de la visibilité aux investisseurs et de disposer de suffisamment d'éléments leur permettant de faire des choix éclairés. Ce qui est d'autant plus utile tant qu'il n'y aura pas de régulation permettant d'apporter de la sécurité.

**C'est dans ce contexte, entre instabilité des crypto-actifs et crise bancaire sur fond de dépôts de bilans successifs, que fin avril 2023, Société Générale marque l'histoire en prenant l'initiative d'être la première banque de premier rang, au niveau mondial, à lancer son stablecoin indexé sur l'Euro : EUR CoinVertible (EURCV). Cela questionne sur le besoin sous-jacent ainsi que sur le cadre réglementaire permettant d'accompagner au mieux l'innovation, avec une forme de protection des investisseurs ou de protection de l'épargne.**

# CONTACTS

**Olivier-Pierre DELORT**, *Consultant Senior Talan Consulting*

[olivier-pierre.delort@talan.com](mailto:olivier-pierre.delort@talan.com)

**Maxime CHASTANG**, *Consultant Senior Talan Consulting*

[maxime.chastang@talan.com](mailto:maxime.chastang@talan.com)

**Florian GONZALEZ**, *Directeur Talan Consulting*

[florian.gonzalez@talan.com](mailto:florian.gonzalez@talan.com)