

Note sur le marché des actifs numériques : L'effondrement de 3AC - un remake de LTCM sans économistes Prix Nobel

Publié le 7 juillet 2022

WisdomTree

Contributor

Un processus de désendettement est en cours au sein du secteur des actifs numériques. Les événements des mois passés servent de preuve utile sur la manière dont les actifs numériques (ou 'crypto') fusionnent avec la finance traditionnelle, pour le meilleur ou pour le pire. La liquidation de Three Arrows Capital (3AC)¹, conjointement avec les expositions apparemment croissantes de ses contreparties de prêt, ont jeté la lumière sur le secteur du prêt d'actifs numériques relativement nouveau. Dans le même temps, ces événements ont également montré les forces des applications de finance décentralisée (DeFi) qui continuent de fonctionner sans heurt et offrent transparence et auditabilité qui sont si souvent absentes du secteur financier traditionnel.

La DeFi par rapport à la CeFi

Pour commencer, il est important de fournir une définition précise de la 'finance décentralisée' ou « DeFi ». En voici une définition succincte : « La Finance décentralisée (DeFi) offre des instruments financiers sans avoir recours à des intermédiaires financiers tels que les courtiers, les bourses de valeurs ou les banques en utilisant les contrats intelligents (« smart contracts ») sur une blockchain »².

D'après la Taxinomie des actifs numériques de WisdomTree³, le segment DeFi de l'écosystème des actifs numériques est inférieur à 1 % de la capitalisation boursière de l'écosystème dans son ensemble⁴. Ce segment se compose d'une série d'applications décentralisées (dApps) qui opèrent sur un ou plusieurs réseaux de 'smart contracts' de « layer 1 » (comme Ethereum, Polygon, etc.) Ces dApps fournissent des services ou instruments financiers tels que le trading, le prêt ou les produits dérivés. Citons par exemple Aave, Compound et SushiSwap.

La partie essentielle de la définition de la DeFi se situe à la fin. « Utiliser des smart contracts sur une blockchain » implique qu'il est possible d'auditer les positions à tout moment en raison de la transparence des registres distribués ('blockchains') et du code en open source des smart contracts. Les règles du contrat sont très claires. Ceux qui utilisent ces apps DeFi le font en possession de leur pair de clé publique/privée, ce qui signifie qu'ils assurent eux-mêmes la garde de leurs actifs et décident quand et comment ces actifs peuvent être et sont utilisés.

La DeFi contraste avec ceux que certains baptisent la Finance centralisée (CeFi) ou finance traditionnelle (TradFi). Historiquement, ces deux domaines étaient séparés. Or au cours de ces dernières années, la frontière est devenue floue.

L'émergence du secteur du prêt centralisé d'actifs numériques en est un exemple. Ce secteur peut être globalement divisé en sociétés de prêt de crypto (à l'image de BlockFi, Celsius, Babel Finance), en intermédiaires mettant en relation les prêteurs et les emprunteurs (comme Genesis) et en emprunteurs eux-mêmes. Ces emprunteurs étaient souvent des hedge funds qui dans certains cas prenaient des positions à effet de levier sur divers actifs numériques. Three Arrows Capital (3AC) est l'un de ces hedge funds. S'ils ne prennent pas de positions acheteuses à effet de levier sur les actifs numériques, les emprunteurs peuvent également investir leurs positions dans des apps DeFi afin de tirer parti des hauts rendements parfois offerts⁵. La plupart de cette activité de prêt impliquait des tokens ancrés au dollar américain ('stablecoins'), un autre exemple de la frontière floue entre les cryptos et la finance traditionnelle.

Maintenant que nous avons ces concepts à l'esprit, il est possible de mieux comprendre les évolutions actuelles.

Que le désendettement commence

Afin de comprendre les événements actuels, il est utile de commencer par l'effondrement de l'UST/LUNA de Terraform Lab. Au début du mois d'avril 2022, la cryptomonnaie LUNA était valorisée à l'équivalent d'environ 41 milliards de dollars. À la mi-mai, elle en valait moins de 300 millions⁶. Le plus haut montant d'UST en circulation était de 18 milliards de dollars le 7 mai 2022. Le 1er juillet 2022, un UST se négociait à 4 cents le dollar⁷.

Vous pouvez comparer l'effondrement de UST/LUNA à une charge explosive sous-marine. Ceux qui étaient exposés à cette explosion flottent actuellement à la surface.

Le premier à montrer des signes publics d'instabilité était le prêteur de crypto Celsius lorsqu'il a suspendu les retraits avançant des « conditions de marché extrêmes »⁸. Le suivant a été le prêteur de crypto BlockFi qui a commencé par réduire ses effectifs⁹ avant de révéler être l'une des entreprises impliquées dans la liquidation de positions appartenant au hedge fund 3AC¹⁰. C'est à ce moment-là que l'interdépendance des divers prêteurs de crypto avec 3AC (et un autre hedge fund) est devenue apparente. À ce jour, il est estimé que 3AC avait plus de 200 millions de dollars d'exposition à LUNA¹¹ - et ce n'est qu'un début. Le courtier en actifs numériques Voyager Digital a révélé dans des documents publics que 3AC n'était pas en mesure de rembourser un emprunt de 15 250 BTC d'une valeur de 305 millions de dollars ni 350 millions de dollars d'USD Coin (USDC)¹². On estime que le teneur de marché et prêteur Genesis a une exposition de centaines de millions de dollars à 3AC¹³.

À ce stade, plusieurs efforts de rachat et de renflouement ont été initiés, mais n'ont finalement pas vu le jour. La bourse d'échange de crypto FTX est l'une des principales parties¹⁴. La société d'investissement en crypto Morgan Creek Digital en est une autre¹⁵. Le temps nous en dira plus sur la suite des événements.

Si cette histoire vous semble familière, c'est parce qu'elle fait penser à l'effondrement du hedge fund Long Term Capital Management (LTCM) sans les économistes récompensés du Prix Nobel (ou sans renflouement du gouvernement). Le résultat d'une prise de positions acheteuses importantes à effet de levier sur des marchés aussi volatils que les actifs numériques est à peine surprenant. Il convient de noter que le manque de transparence concernant les positions à effet de levier des hedge funds tels que 3AC et le niveau de garantie des positions des prêteurs tels que BlockFi ou Celsius contrastent avec la transparence et l'auditabilité qui figurent dans la définition de la DeFi fournie au début de ce texte.

Dans les prochains mois, attendez-vous à ce que les cours des actifs numériques demeurent atones. La liquidation forcée de positions sur les actifs numériques augmente l'offre sur les marchés qui sont caractérisés par de l'aversion au risque depuis janvier 2022. Même les réseaux ou dApps qui n'ont rien à voir avec les positions liquidées et les faillites et qui continuent d'opérer sans heurt (à l'image d'Aave et Compound) pourraient finir par subir des dommages collatéraux. Attendez-vous également à voir émerger des parties plus insolubles, plus particulièrement car les volumes de négociation se tarissent sur les petites bourses d'actifs numériques.

La voie vers une DeFi responsable

La bonne nouvelle est que la liquidation et la faillite de ces entités n'a pas encore eu d'impacts significatifs par effet de contagion sur le secteur financier traditionnel¹⁶. À mesure que la frontière entre les secteurs des cryptos et de la finance traditionnelle continue de devenir floue, il est difficile d'imaginer que les autorités de régulation n'examineront pas de plus près les activités de l'écosystème des actifs numériques. Il est probable qu'émerge une 'DeFi plus responsable' sous l'impulsion d'une série plus rigoureuse d'exigences réglementaires et d'une surveillance au sein des économies industrialisées. Cette tendance était déjà apparente avec l'Executive Order sur le Développement responsable des actifs numériques¹⁷ au sein de l'Union européenne. Ces efforts réglementaires continueront de gagner en vigueur à court terme.¹⁹

1 <https://blockworks.co/three-arrows-capital-ordered-into-liquidation-by-bvi-court-report/>

2 https://en.wikipedia.org/wiki/Decentralized_finance

3 'A New Asset Class: Investing in the Digital Asset Ecosystem'

4 <https://www.coingecko.com/en/categories/decentralized-finance-defi>

5 <https://defirate.com/lend/>

6 <https://www.coingecko.com/en/coins/terra-luna>

7 <https://www.coingecko.com/en/coins/terra-usd>

8 <https://blog.celsius.network/a-memo-to-the-celsius-community-59532a06ecc6>

9 <https://www.reuters.com/business/finance/crypto-firm-blockfi-cut-headcount-by-20-2022-06-13/>

10 <https://www.ft.com/content/126d8b02-f06a-4fd9-a57b-9f4ceab3de71>

11 https://www.wsj.com/articles/battered-crypto-hedge-fund-three-arrows-capital-considers-asset-sales-bailout-11655469932?mod=latest_headlines

12 <https://www.prnewswire.com/news-releases/voyager-digital-provides-market-update-301575492.html>

13 <https://www.coindesk.com/business/2022/06/29/genesis-faces-hundreds-of-millions-in-losses-as-3ac-exposure-swamps-crypto-lenders-sources/>

14 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-30/ftx-nears-deal-to-buy-crypto-lender-block-fi-in-likely-fire-sale>

15 <https://ca.news.yahoo.com/exclusive-morgan-creek-tries-counter-153133748.html>

16 <https://www.ft.com/content/03bb9296-b645-4311-abb2-14bc3ab66443>

17 <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>

18 <https://coingeek.com/ecb-head-christine-lagarde-calls-for-regulation-of-staking-and-decentralized-finance-lending/>

19 <https://www.wisdomtree.eu/en-gb/blog/2022-05-19/digital-assets-the-government-is-not-going-to-ban-them>

Important Risks Related to this Article

Informations importantes

Communications commerciales publiées dans l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree Ireland Limited, une société autorisée et réglementée par la Central Bank of Ireland.

Communications commerciales émises dans des juridictions en dehors de l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree UK Limited, une société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.

WisdomTree Ireland Limited et WisdomTree UK Limited sont toutes les deux désignées comme « WisdomTree » (le cas échéant). Notre Politique sur les conflits d'intérêts et notre Inventaire sont disponibles sur demande.

Réservé aux clients professionnels uniquement. Les informations figurant dans ce document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas une ore de vente, ou une sollicitation d'achat de titres ou d'actions. Ce document ne doit pas être utilisé comme fondement d'une décision d'investissement. La valeur des investissements peut fluctuer et vous êtes susceptible de perte tout ou partie du montant investi. La performance passée ne constitue pas nécessairement une indication des performances futures. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations figurant dans le prospectus approprié et sur des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques.

L'application des réglementations et lois fiscales peut souvent conduire à des interprétations diérentes. Tous les points de vue ou opinions exprimés dans cette communication représentent les points de vue de WisdomTree et ne doivent pas être interprétés comme des conseils réglementaires, fiscaux ou juridiques. WisdomTree ne donne aucune garantie ou représentation quant à l'exactitude des vues ou opinions exprimées dans cette communication. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations contenues dans le prospectus approprié et après avoir sollicité des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques. Ce document n'est pas et ne doit en aucun cas être interprété comme une publicité ou une ore publique d'actions ou de titres aux États-Unis ou dans toute province ou tout territoire des États-Unis. L'introduction, la transmission et la distribution (directes ou indirectes) de l'original ou d'une copie de ce document sont interdites aux États-Unis.

Bien que WisdomTree s'efforce d'assurer l'exactitude du contenu de ce document, WisdomTree ne peut en garantir l'exactitude. Les fournisseurs de données tiers sollicités pour obtenir les informations contenues dans le présent document ne donnent aucune garantie ou représentation de quelque sorte en rapport avec ces données. Lorsque WisdomTree exprime ses propres opinions concernant le produit ou l'activité du marché, ces opinions sont susceptibles de changer. WisdomTree, ses alliés et leurs dirigeants, directeurs, partenaires ou employés respectifs déclinent toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu.