The Big Whale

The Big Whale Report

Comment les spécialistes des paiements intègrent les actifs numériques

AVEC LE SOUTIEN DE

CIRCLE

ÉDITO

L'AVENIR DES PAIEMENTS EST SUR **LA BLOCKCHAIN**

Depuis la création du Bitcoin en 2009, l'usage des cryptomonnaies pour le paiement s'est imposé comme une évidence. Et pourtant, plus de 15 ans plus tard, cet usage n'a toujours pas réussi à s'imposer comme un moyen efficace de payer des biens et services au quotidien.

Si Bitcoin est un outil formidable pour transférer de grosses sommes, les petites transactions lui échappent en raison du montant élevé de ses frais (l'équivalent de quelques dollars, ce qui n'est pas vraiment idéal pour acheter un café) et de sa volatilité. On comprend que les commerçants hésitent à l'utiliser.

C'est ainsi que les stablecoins ont émergé comme une solution extrêmement pertinente pour cette utilisation. Avec ces actifs qui représentent des monnaies traditionnelles sur la blockchain, on obtient le meilleur des deux mondes : la rapidité des transactions, l'élimination de nombreux intermédiaires, un coût transactionnel modique et la stabilité de la valeur.

La question n'est plus de savoir si les paiements basculeront un jour sur la blockchain, mais plutôt quand cela se produira, tant les avantages sont nombreux. Visa, Mastercard, PayPal ou Stripe s'y sont déjà engagés.

Le secteur des stablecoins, inventé et dominé par l'entreprise Tether, est aujourd'hui très concurrentiel avec une multitude de propositions hautement régulées, dont certaines émanent même de grandes banques.

Nous vous proposons un rapport complet qui vous présentera les enjeux et mettra en lumière ce que les actifs numériques apportent au monde des paiements, tant du point de vue des utilisateurs que des professionnels.
Bonne lecture !

GRÉGORY RAYMOND_
Head of Research, The Big Whale

.som-maire

01 POURQUOI L'UTILISATION DE LA BLOCKCHAIN EST PERTINENTE POUR LES PAIEMENTS ?

02 **LE CHIFFRE CLÉ**

03 **INTERVIEW CORALIE BILLMANN**
CIRCLE

04 **LE PANORAMA COMPLET DES STABLECOINS**

05 **MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?**

06 **LE MAPPING DU SECTEUR**

07 **INTERVIEW KARIMA KACHGAR**
OLKYWALLET

08 **INTERVIEW AXEL CATELAND**
KULIPA

09 **FOCUS SUR VISA, MASTERCARD, PAYPAL ET STRIPE**

10 REMERCIEMENTS

01

Utilité

POURQUOI LA BLOCKCHAIN EST PERTINENTE POUR LES PAIEMENTS

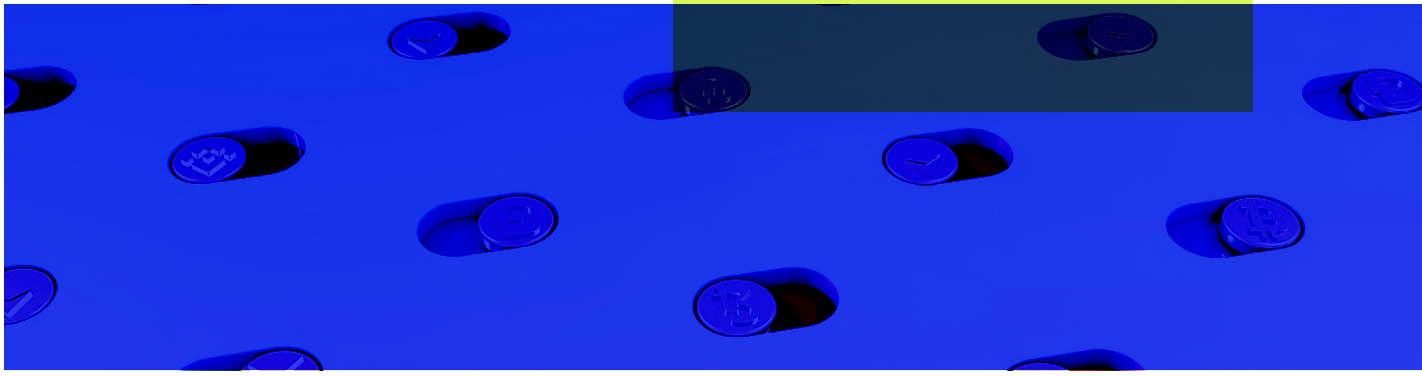
POURQUOI LA BLOCKCHAIN EST PERTINENTE POUR LES PAIEMENTS_

DES FRAIS DE TRANSACTIONS MOINS COÛTEUX

Les paiements traditionnels, surtout pour les transactions transfrontalières, engendrent souvent des frais élevés. Les intermédiaires, tels que les banques, les réseaux de cartes de crédit (Visa, Mastercard), et les processeurs de paiement, appliquent des frais qui peuvent s'accumuler. En comparaison, les cryptomonnaies permettent des transferts internationaux à des coûts souvent bien inférieurs. Le 23 mars 2024, un utilisateur Bitcoin a transféré 94.504 bitcoins, soit 6,6 milliards de dollars, contre l'équivalent de trois dollars en frais de transaction. Une transaction en stablecoins des États-Unis vers l'Europe ne coûte que quelques centimes et ne prend que quelques secondes.

RAPIDITÉ DE TRAITEMENT

Les paiements via les systèmes traditionnels, en particulier pour les transactions internationales, peuvent prendre plusieurs jours en raison de la complexité du processus de validation, passant par de multiples intermédiaires. À l'inverse, les transactions en cryptomonnaies, notamment sur des réseaux comme Bitcoin, Ethereum ou Solana, sont souvent réalisées en quelques minutes, voire secondes.



PLUS D'INCLUSIVITÉ FINANCIÈRE

Beaucoup de personnes dans le monde, notamment dans les régions en développement, n'ont pas accès aux services bancaires traditionnels. Les cryptomonnaies permettent de contourner ces obstacles, en donnant accès à des services financiers via une simple connexion Internet, sans avoir besoin de compte bancaire.

TRANSPARENCE DES FLUX

Dans les systèmes de paiement traditionnels, il est souvent difficile de suivre les transactions en temps réel, et les utilisateurs ne peuvent pas facilement savoir où en est le traitement de leur argent. Les blockchains, en revanche, sont transparentes et permettent à quiconque de vérifier une transaction et son état sur le réseau. Il suffit de se rendre sur un explorateur blockchain et de contrôler les flux reliés aux adresses publiques.

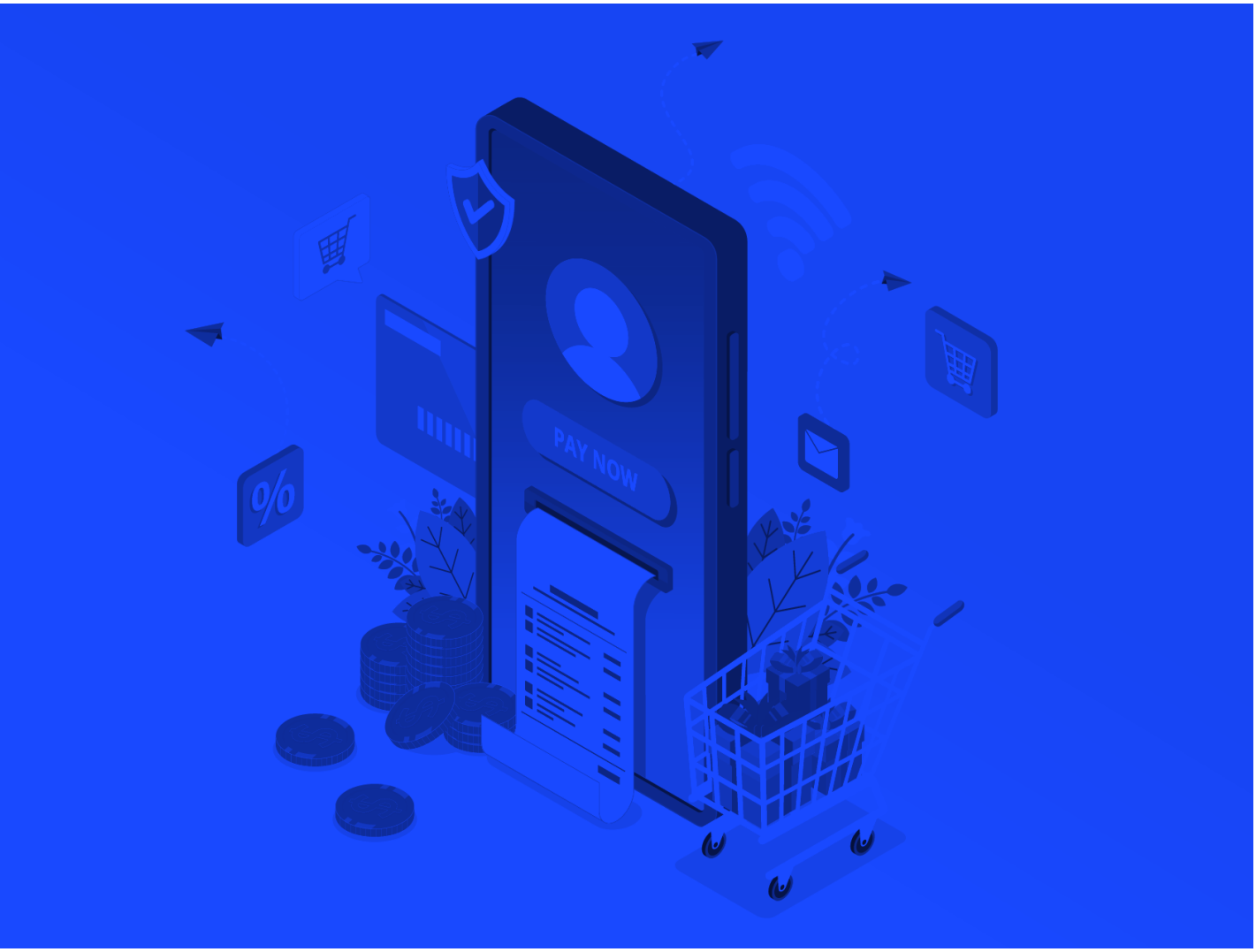
POURQUOI LA BLOCKCHAIN EST PERTINENTE POUR LES PAIEMENTS_

MOINS DE FRAUDE ET PLUS DE SÉCURITÉ

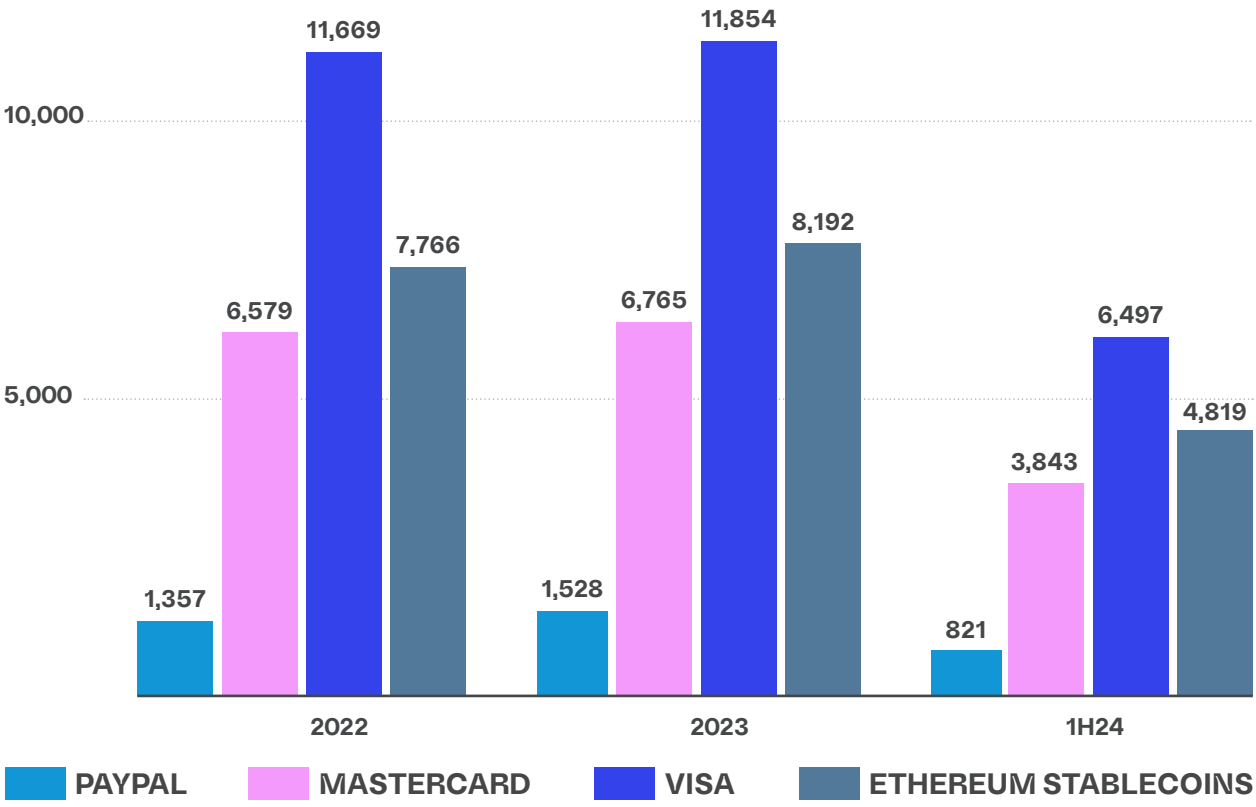
Les systèmes traditionnels, où les informations sensibles comme les numéros de carte bancaire sont partagés lors des paiements, sont vulnérables à la fraude et aux violations de données. Les cryptomonnaies utilisent des systèmes de chiffrement plus robustes, et les transactions sont validées par des réseaux décentralisés, rendant les fraudes plus complexes.

MOINS D'INTERMÉDIAIRES

Les paiements traditionnels impliquent souvent de nombreux intermédiaires, chacun prenant une commission et introduisant des délais supplémentaires. Les cryptomonnaies permettent des transactions peer-to-peer, éliminant la nécessité d'intermédiaires et réduisant ainsi les coûts et les délais.



LES STABLECOINS DÉPLACENT DÉJÀ PLUS DE VALEUR QUE PAYPAL ET MASTERCARD



Au premier semestre 2024, les volumes des stablecoins échangés sur la blockchain Ethereum ont dépassé ceux de Paypal, à 4800 milliards de dollars.

Source : Areta, Mergermarket, PayPal, Visa, Master, Token Terminal, The Block

03

Interview

CORALIE BILLMANN

CIRCLE

CORALIE BILLMANN
CIRCLE_

APRÈS 10 ANS CHEZ PAYPAL, CORALIE BILLMANN A PRIS LA TÊTE DE CIRCLE FRANCE EN DÉCEMBRE 2023. ELLE DÉTAILLE LA STRATÉGIE POUR FAIRE ADOPTER SON STABLECOIN EURO EN EUROPE.

> **« Nous voulons intégrer l'EURC dans le système financier traditionnel. »**

DEPUIS PLUSIEURS ANNÉES, VOTRE PDG JEREMY ALLAIRE RÉPÈTE QUE LES STABLECOINS SONT DE LA MONNAIE CIRCULANT « À LA VITESSE D'INTERNET ». CONCRÈTEMENT, QU'EST-CE QUE CELA SIGNIFIE ?

Avant de rejoindre Circle, j'ai passé près de 10 ans chez PayPal, ce qui m'a ancrée dans le secteur traditionnel de la finance. Cette expérience m'a permis de comprendre l'impact profond de la blockchain sur les flux financiers. J'ai rapidement saisi la proposition de valeur de Circle.

Les blockchains publiques éliminent de nombreuses frictions présentes dans les infrastructures traditionnelles. Une transaction qui peut prendre plusieurs jours avec les systèmes classiques s'effectue en quelques secondes sur la blockchain. De plus, la multiplication des intermédiaires dans le monde traditionnel rend l'accès et l'utilisation coûteux. La blockchain apporte donc une innovation majeure à cet égard.

ON DÉFINIT SOUVENT CIRCLE COMME UNE BANQUE DU WEB3. EST-CE VOTRE AMBITION À LONG TERME ?

Nous nous définissons plutôt comme une entreprise technologique. Circle fonctionne comme une usine : notre travail consiste à créer des stablecoins qui circuleront sur la blockchain, pour les vendre à notre clientèle, composée uniquement d'entreprises.
Circle n'interagit jamais directement avec les particuliers, un point qui suscite souvent de la confusion.

Nous garantissons la stabilité du cours grâce à la transparence de nos réserves et à la régulation, pilier central de notre stratégie. L'obtention de notre licence MiCA pour émettre nos tablecoins USDC (dollar) et EURC (euro) depuis le 1er juillet en témoigne.

L'UTILITÉ DE L'USDC EST ÉTABLIE, MAIS QUELS SONT LES CAS D'USAGE ENVISAGÉS POUR L'EURC ?

À long terme, nous visons la même stratégie que pour l'USDC. D'abord, nous souhaitons que l'EURC serve aux paiements quotidiens. Dans les mois à venir, nous lancerons des campagnes similaires à celles de l'USDC, où il était possible de payer un café, par exemple. Notre objectif est qu'à terme, les Européens privilégient notre stablecoin euro plutôt que le dollar pour ces usages, sans avoir à repasser par le système traditionnel.

Ensuite, nous voulons intégrer l'EURC dans le système financier traditionnel, dans le sillage de la tokenisation, pour qu'il serve de monnaie de règlement. Nous visons également à offrir une solution de gestion de trésorerie, alors que de plus en plus d'entreprises choisissent de la diversifier avec des cryptomonnaies.

CORALIE BILLMANN
CIRCLE_

ACTUELLEMENT, LES STABLECOINS SONT SURTOUT UTILES DANS LES PAYS À FORTE INFLATION OU MAL BANCARISÉS, CE QUI N'EST PAS LE CAS EN EUROPE. POURQUOI UN STABLECOIN EURO EST-IL NÉCESSAIRE ?

Nous anticipons un basculement de la liquidité vers la blockchain, rendant les stablecoins incontournables à terme. Bien que le marché de l'euro soit encore peu développé, la situation évoluera, notamment grâce à MiCA qui apporte plus de garanties aux acteurs traditionnels.

Depuis l'obtention de notre licence, la capitalisation de marché de l'EURC a presque doublé, atteignant près de 60 millions d'unités en circulation. Les demandes des entreprises affluent, accélérant le processus.

QUEL MODÈLE ÉCONOMIQUE ENVISAGEZ-VOUS POUR L'EURC ?

Actuellement, les réserves de l'EURC ne sont pas investies, mais à terme, nous voulons reproduire le modèle de l'USDC. Notre priorité est d'abord une adoption large, tout en maintenant une approche prudente.

04

Panorama

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

PAR LOUIS TELLIER ET LORRIS BEZIERS

Les stablecoins représentent l'un des plus anciens cas d'usage des blockchains et celui ayant connu la plus grande adoption.

En juin 2020, ce chiffre atteignait à peine 10 milliards de dollars, selon les données compilées par Glassnode.

Leur principe est simple : permettre à quiconque d'échanger des tokens dont la valeur est arrimée à celle d'une monnaie traditionnelle (le dollar dans la plupart des cas). La valeur d'un stablecoin est garantie par une réserve d'actifs que les utilisateurs peuvent réclamer en échange de leurs stablecoins. Ces actifs peuvent prendre diverses formes, telles que du cash déposé en banque ou, plus fréquemment, des obligations d'État, permettant ainsi aux émetteurs de stablecoins de générer des rendements sur leurs réserves.

Aujourd'hui, les stablecoins représentent environ 10 % de la capitalisation totale du marché des cryptomonnaies, avec plus de 170 milliards de dollars d'unités en circulation.

Ce modèle économique très attractif a suscité l'émergence de nombreux concurrents désireux de profiter de ce marché en pleine expansion. La demande pour les stablecoins continue de croître pour plusieurs raisons : l'efficacité accrue des paiements transfrontaliers, l'adoption du dollar dans les pays aux monnaies instables, l'intégration de valeurs stables au sein de la finance décentralisée (DeFi) et la gestion des comptes sur les plateformes de trading centralisées.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

Pour répondre à l'évolution des différents cas d'usage, de nouvelles formes de stablecoins ne cessent d'émerger.

I_LES STABLECOINS CENTRALISÉS

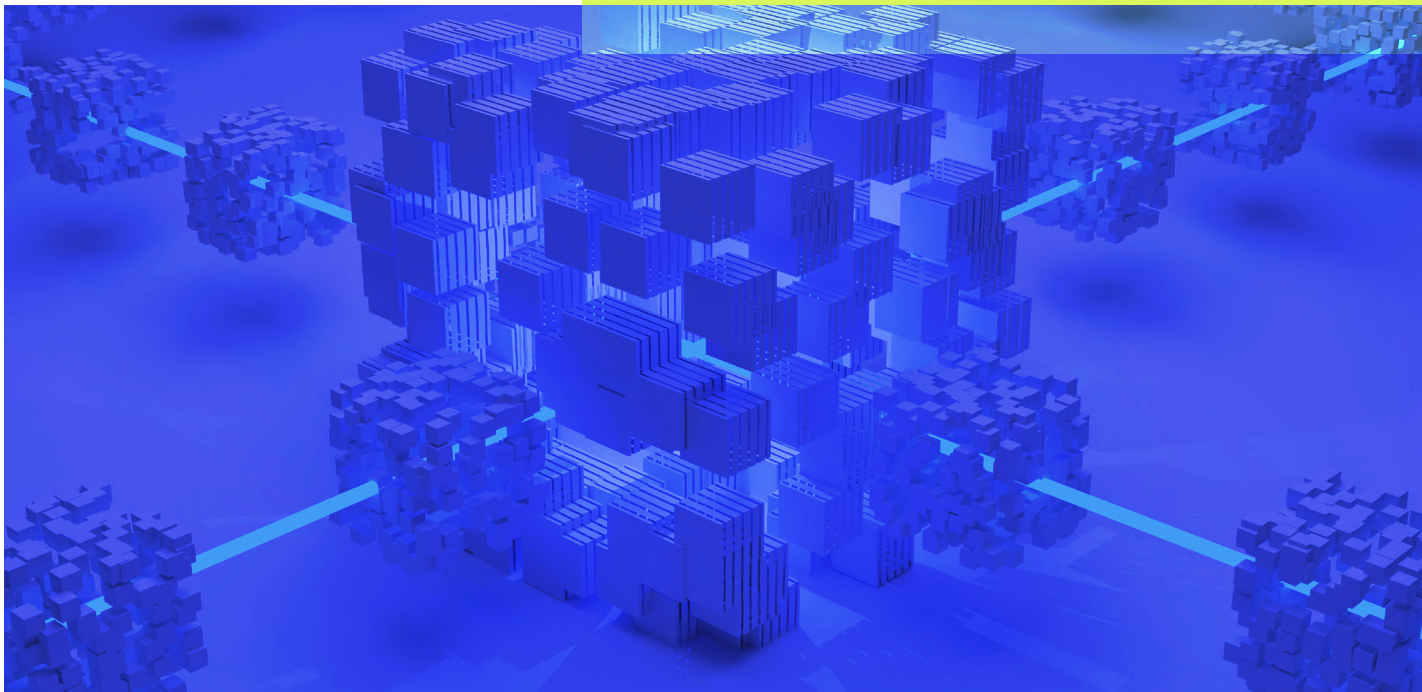
C'est actuellement le modèle le plus éprouvé de l'écosystème crypto. Dans cette configuration, une entreprise centralisée émet les jetons de stablecoins et contrôle la stratégie.
Les plus connus sont l'USDT de Tether et l'USDC de Circle. Ces deux stablecoins dominent le marché, représentant plus de 90 % de sa capitalisation totale avec respectivement 118 milliards et 35 milliards d'unités en circulation.

Bien que différents dans leur approche, ces deux stablecoins sont de puissants outils de soft power pour les États-Unis, diffusant le dollar à travers le monde via divers réseaux de blockchain publique. Cette influence est telle que certaines figures politiques, comme Timothy G. Massad, ancien président de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) sous Barack Obama, qualifient publiquement la question de «sécurité nationale» et appellent à leur régulation.

Ces stablecoins sont également d'importants acheteurs de dette américaine. Leur modèle économique est simple : ils investissent la quasi-totalité de leurs réserves en bons du Trésor américain, dont le rendement avoisine actuellement les 5 % suite aux hausses de taux successives décidées par la Réserve fédérale américaine après la crise du COVID. Depuis plusieurs années, ils affichent logiquement des profits records.

Au 2ème trimestre 2024, Tether se classait 18ème parmi les détenteurs de dette américaine, devançant des pays comme l'Allemagne. Ce même trimestre, l'entreprise a annoncé un profit net de 5,2 milliards de dollars.

Contrairement à son principal concurrent, Circle ne publie pas de résultats financiers trimestriels. Pour le 1er semestre 2023, Circle a déclaré un chiffre d'affaires de 779 millions de dollars, dépassant largement son chiffre d'affaires de 772 millions de dollars pour l'ensemble de l'année 2022.



LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

TETHER, le leader controversé_

S'ils dominent largement le marché, Tether et Circle s'opposent radicalement en termes d'approche.

Bien que Tether soit en tête pour la capitalisation de marché, son stablecoin reçoit des évaluations médiocres. Standard & Poor's lui attribue la note de 4 sur 5 (5 étant la pire) dans son étude du 12 décembre, tandis que Bluechip, un organisme indépendant spécialisé dans la notation de stablecoins, lui décerne un D.

Ces notations s'expliquent principalement par le manque de transparence de Tether. Les informations sur son organigramme et ses partenaires bancaires sont rares, et sa réserve soulève de nombreuses interrogations. Depuis le 1er trimestre 2023, Tether publie un audit présenté comme "indépendant", réalisé par BDO Italia. Cependant, les doutes persistent.
Un spécialiste souligne : "C'est un cabinet d'audit quasi inconnu." Pourquoi ne pas faire appel à un cabinet du "Big Four" (KPMG, EY, Deloitte, PwC) ?

Selon une source proche de Tether, ces derniers refuseraient de collaborer avec l'entreprise.

Au 30 juin 2024, les réserves de Tether se composaient principalement de : 84,24 % d'actifs liquides, notamment des bons du Trésor américain à court terme, 3,22 % de métaux précieux, dont l'or, 4 % de bitcoins. Garett Jones, cofondateur de Bluechip, avance: "Contrairement aux idées reçues, l'opacité de Tether constitue aussi sa force. Dévoiler publiquement les détails de leur fonctionnement pourrait se retourner contre eux, comme pour de nombreux acteurs financiers traditionnels."

Ces dernières années, l'entreprise dirigée par Paolo Ardoino s'efforce d'améliorer son image. Elle a notamment recruté Jesse Spiro comme responsable des affaires publiques, fort d'une expérience similaire chez PayPal et Chainalysis.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

CIRCLE, le bon élève_

Circle a toujours placé la régulation au cœur de sa stratégie de développement de l'USDC, lancé en janvier 2018 avec la plateforme Coinbase, dont elle est historiquement proche.

Le 1er juillet dernier, l'entreprise américaine a obtenu son agrément d'établissement de monnaie électronique (EME), un sésame indispensable pour émettre des stablecoins de manière régulée en Europe, conformément à la réglementation MiCA (Markets in Crypto-Assets). Cette réglementation vise à harmoniser les règles pour les actifs numériques dans l'Union européenne. À ce jour, très peu d'acteurs crypto ont obtenu ce feu vert.

En conséquence, Circle est habilité à proposer l'USDC et l'EURC, son stablecoin euro, aux utilisateurs européens. En revanche, Tether n'a pour le moment pas l'intention de se soumettre à la réglementation MiCA, comme l'a réaffirmé son PDG Paolo Ardoino dans une interview à The Big Whale.

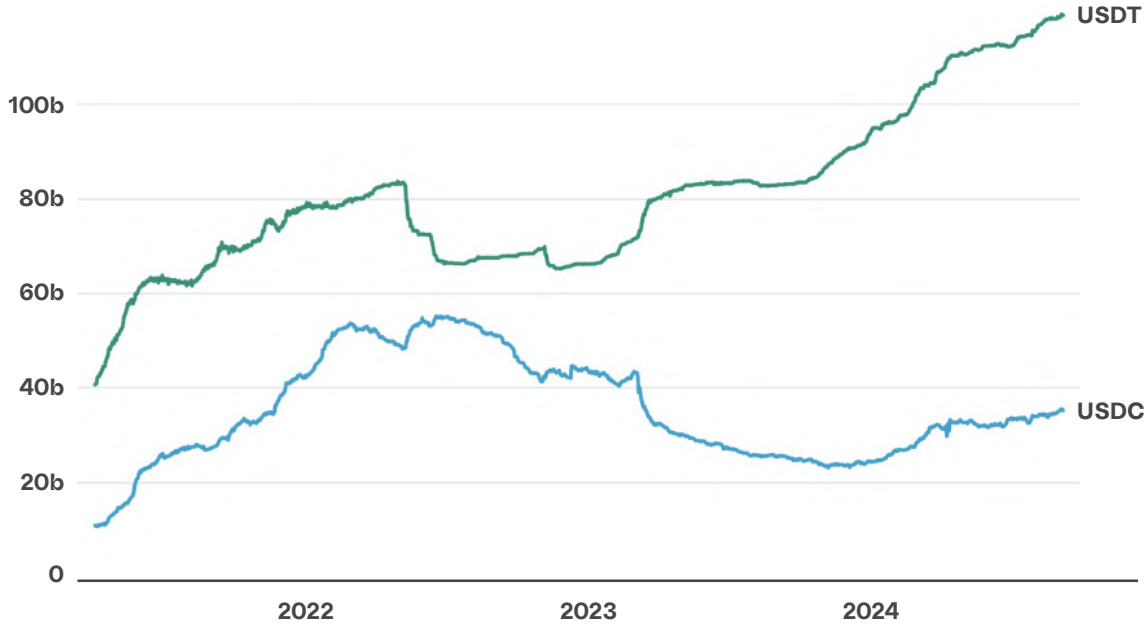
Début janvier 2024, Circle annonçait travailler sur une introduction à la Bourse de New York. Ce sera la deuxième tentative après celle avortée en décembre 2022. L'entreprise américaine vise une valorisation d'environ 5 milliards de dollars. Auparavant basée à Dublin en Irlande, Circle a officiellement déplacé- son siège social à New York, inaugurant ses nouveaux locaux le 13 septembre.

Les partenaires bancaires de Circle sont connus, tout comme son auditeur, le cabinet Deloitte. Ce dernier fournit un rapport mensuel sur l'état des réserves, exclusivement composées d'actifs tels que des bons du Trésor américain, libellés en dollars et conservés dans des comptes ségrégués. Néanmoins, tout n'est pas parfait.

"Les affirmations de Circle selon lesquelles les réserves de l'USDC seraient à l'abri de la faillite n'ont pas encore été prouvées, ce qui le rend moins sûr que les stablecoins supervisés par le NYDFS (le régulateur new-yorkais)", déclare Vaidya Pallasena, responsable de la notation chez Bluechip. La preuve : l'USDC a momentanément perdu son indexation au dollar lors de la faillite de la Silicon Valley Bank au printemps 2023, une banque où Circle avait placé une partie de ses réserves.

Standard & Poor's considère l'USDC comme l'un des projets les plus sûrs de l'écosystème, lui attribuant une note de 2. Bluechip lui décerne la note de B+. En mars 2023, la Silicon Valley Bank (SVB) s'est effondrée. Circle y étant en partie exposé, cela a créé une vague de panique menant au "depeg" de l'USDC, qui a chuté jusqu'à 0,7 $ avant de retrouver son équilibre.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_



LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

FDUSD, à la rescousse de Binance_

Lancé en juin 2023 à Hong Kong, le FDUSD est émis par First Digital Group. Actuellement, il se classe comme le 4ème plus grand stablecoin du marché avec près de 3 milliards d'unités en circulation. Sa croissance a été fulgurante : seulement 6 mois après son lancement, sa capitalisation de marché frôlait déjà le milliard de dollars.

Le principal moteur de cette croissance est la plateforme Binance. Celle-ci a commencé à le lister en août 2023 et a supprimé les frais sur la paire BTC/FDUSD. Ce rapprochement s'explique par la disparition programmée en février 2024 du BUSD, le stablecoin "maison" de Binance.

Ce dernier avait été interdit par les autorités américaines en février 2022.

Les réserves du FDUSD sont conservées par un trust à Hong Kong, dont l'identité n'a pas été révélée publiquement.
Au 31 août 2023, date du dernier pointage officiel, elles étaient composées à 79 % de dépôts en espèces et à 20 % de bons du Trésor américain à court terme. Standard & Poor's sanctionne le FDUSD avec une note de 4 en raison de l'absence de ségrégation des actifs. Bluechip n'est pas plus clément et lui attribue un C. À ce jour, ce stablecoin circule sur les réseaux Ethereum, BNB (la blockchain de Binance), et Sui Network.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

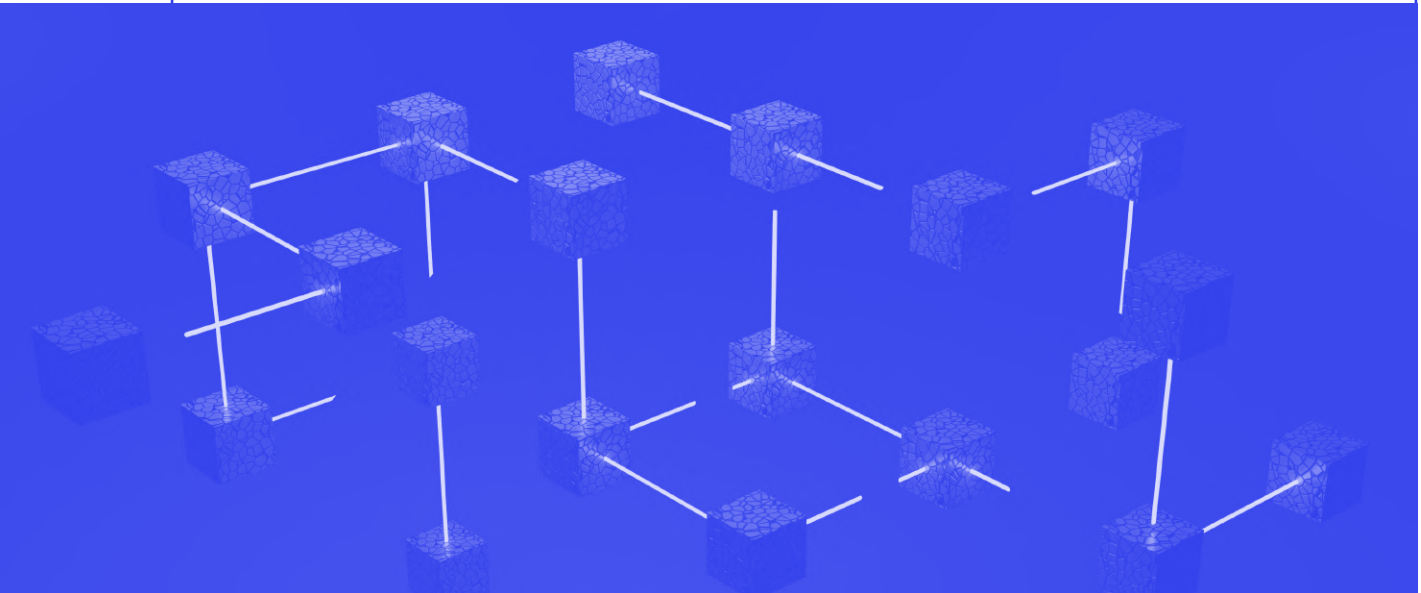
PAYPAL (PYUSD), PAXOS (USDP), GEMINI (GUSD) , les stablecoins supervisés_

Ces stablecoins offrent actuellement “les meilleures garanties pour les investisseurs particuliers, car leurs réserves sont directement supervisées par le régulateur”, explique Benjamin Levit, cofondateur et PDG de Bluechip.

Concrètement, ils doivent respecter des exigences de contrôle et d’émission strictes, similaires en de nombreux points à la finance traditionnelle.
En cas de faillite, le Département des services financiers de l’État de New York (NYDFS), chargé de les superviser, peut directement saisir les réserves.
Leur disponibilité est actuellement limitée à un nombre restreint de réseaux autorisés par le régulateur, ce qui freine considérablement leur développement.

“Le fait qu’ils soient supervisés par les autorités, et donc facilement censurables, est un argument qui freine leur adoption en dehors des États-Unis et de l’Europe, où cette caractéristique est importante”, indique Sébastien Derivaux, directeur de l’entreprise de conseil Steakhouse Capital. “De plus, pour l’Europe et les États-Unis, ils ne sont pas très utiles pour le moment, puisqu’il existe déjà des solutions de paiement efficaces pour les particuliers”, poursuit-il.

En revanche, leur forte régulation en fait des actifs de choix pour les intégrer dans des protocoles de finance décentralisée qui ont besoin d’une stabilité de prix quasi-parfaite. C’est le cas du DAI (renommé USDS en septembre 2024), où les investisseurs sont incités à en déposer dans le “Peg Stability Module” (PSM) pour maintenir l’ancrage au dollar du stablecoin de Maker (aujourd’hui Sky).



LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

_CE QU'IL FAUT RETENIR DES STABLECOINS CENTRALISÉS

Si les stablecoins centralisés comme l'USDT ou l'USDC ont connu le succès, c'est en grande partie grâce à la simplicité et à la fiabilité de leur gestion des réserves. Bien que certains modèles restent dépendants des banques — comme l'a démontré l'USDC lors de la crise bancaire américaine au printemps 2023 — les stablecoins centralisés s'avèrent être de véritables machines à cash dans un contexte de taux d'intérêt élevés.

Conçus initialement pour un usage institutionnel, ces stablecoins sont désormais de plus en plus adoptés pour les paiements courants.

Cependant, leur décision de ne pas partager les revenus générés avec leurs utilisateurs, principalement pour des raisons réglementaires, a ouvert la voie à l'émergence d'autres initiatives de stablecoins — cette fois-ci décentralisées — offrant cette fonctionnalité.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

II_LES STABLECOINS DÉCENTRALISÉS

Contrairement aux stablecoins «centralisés» comme ceux de Circle ou Tether, la stratégie du protocole n'est pas décidée unilatéralement par une entité centrale. Elle est plutôt gérée par une organisation autonome décentralisée (DAO) à laquelle peuvent participer les détenteurs de jetons de gouvernance. Dans le cas de MakerDAO — rebaptisé Sky à l'été 2024 — il s'agit du jeton MKR.

DAI, 1er stablecoin décentralisé d'envergure_

Le DAI, lancé par MakerDAO en décembre 2017 sur Ethereum, est le premier stablecoin décentralisé largement adopté en finance décentralisée (DeFi). Initialement, MakerDAO promettait de garantir l'incensurabilité de son stablecoin en n'acceptant dans ses réserves que des actifs insaisissables comme l'ether (ETH) ou le bitcoin (BTC). Cette promesse est moins vraie aujourd'hui.

Le DAI repose sur un concept novateur : la position de dette collatéralisée (CDP). Les utilisateurs déposent des cryptomonnaies pour créer et emprunter un stablecoin, qu'ils devront rembourser avec intérêts pour récupérer leur dépôt. Ce mécanisme permet à chacun d'utiliser un effet de levier sur son capital.

Cependant, les CDP ont une limite : les emprunts doivent toujours être couverts par des dépôts surcollatéralisés.

La valeur du collatéral étant volatile, le protocole doit maintenir une marge suffisante pour liquider ce collatéral avant que sa valeur ne devienne inférieure à celle du prêt accordé. Cela réduit l'efficacité du capital.

Le DAI permet également d'avoir un rendement s'il est staké dans son "Saving Module".

En 2023, Curve et Aave ont aussi lancé leurs propres stablecoins : le crvUSD et le GHO, qui reposent aussi sur le modèle des CDP.
Le crvUSD a la particularité d'avoir introduit le concept de "soft liquidation" qui permet une liquidation progressive des prêts.

On peut aussi noter Angle qui a été le premier protocole à émettre un stablecoin euro décentralisé : l'EURA, mais ce type d'actif n'a encore qu'une demande limitée, l'USDA (son équivalent dollar) est ensuite venu compléter leur offre.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

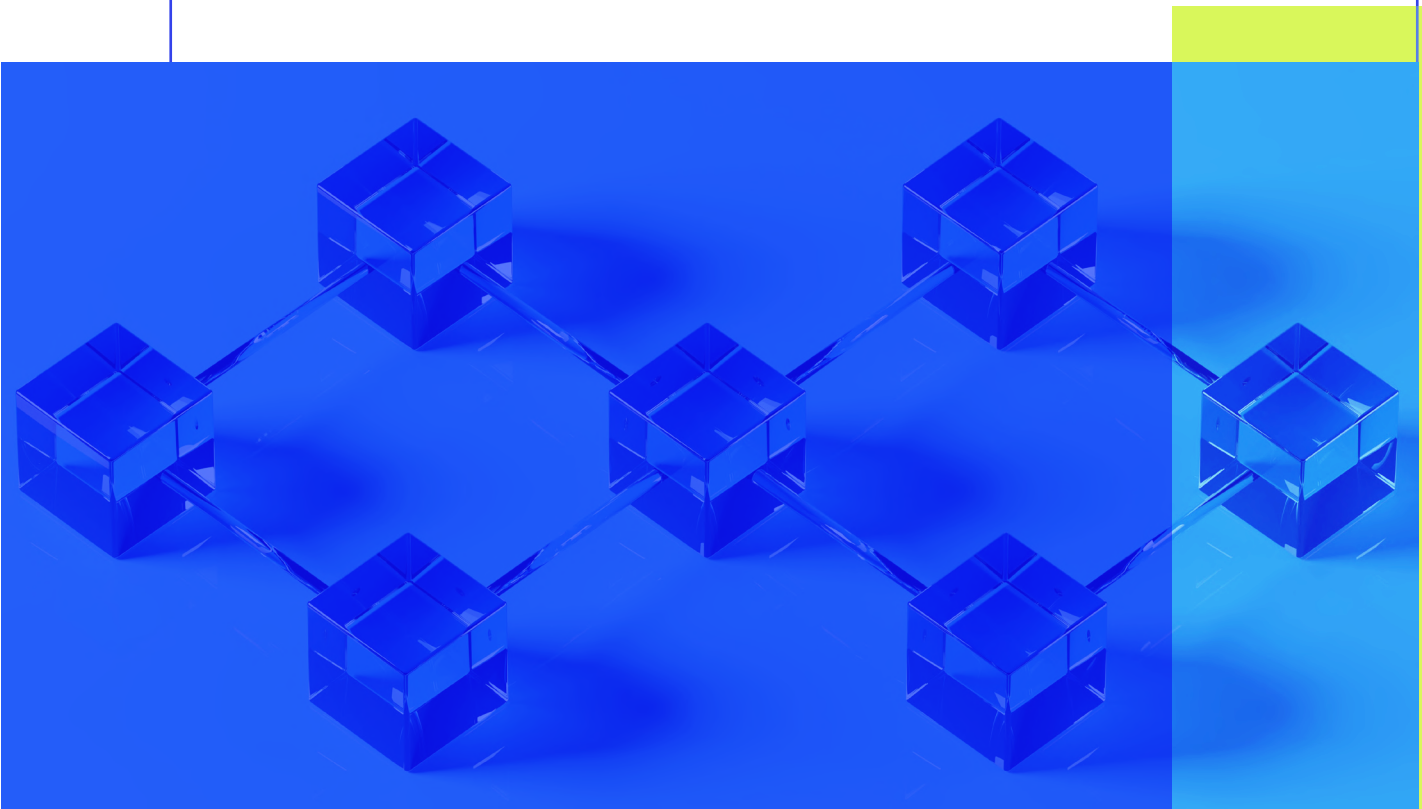
LUSD & BOLD, radicalement résistants à la censure_

La plupart des modèles de CDP, dont le DAI, ont intégré des stablecoins centralisés ou des RWA (bons du Trésor ou obligations tokenisées) dans leurs réserves. Cette stratégie vise à augmenter efficacement la quantité de leur stablecoin en circulation et à générer des rendements. Cependant, le revers de la médaille est qu'une partie des réserves de ces stablecoins "décentralisés" peut être gelée par des entités centralisées.

Le LUSD, émis par Liquity V1, est souvent considéré comme le stablecoin le plus résilient. Il n'accepte que de l'ETH comme collatéral, son smart contract est définitivement immuable, et le taux d'emprunt n'est payé qu'une seule fois, à la création du prêt.

Néanmoins, la pool de stabilité (SP) peut parfois forcer la liquidation de prêts bien avant leur seuil de liquidation.

Le smart contract de Liquity V2, également immuable, émettra le BOLD. Ce nouveau stablecoin acceptera deux tokens supplémentaires en collatéral : le stETH et le rETH, tokens de staking liquide émis respectivement par Lido et Rocket Pool. De plus, Liquity V2 offrira aux utilisateurs la possibilité de fixer et d'ajuster leurs taux d'emprunts annuels à volonté. La pool de stabilité (SP) privilégiera la liquidation des prêts aux taux les plus bas, assurant ainsi un équilibre dans diverses conditions de marché.



LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

LES STABLECOINS QUI REDISTRIBUENT LEURS RENDEMENTS

Également appelés «Yield Bearing», ces stablecoins visent à offrir une valeur stable à leurs détenteurs tout en procurant un rendement passif. L'idée est de partager avec les utilisateurs une partie des rendements générés par les actifs sous-jacents. Contrairement au DAI, il n'est pas nécessaire de les staker pour bénéficier du rendement.

En juin dernier, la fintech américaine Paxos a lancé un stablecoin centralisé nommé «Lift dollar» (USDL). Celui-ci permet à ses détenteurs d'obtenir un rendement de 5 % généré par sa réserve composée de bons du Trésor américain. Avec ce stablecoin, Paxos cible principalement le marché argentin, qui fait face à une inflation à deux chiffres depuis plusieurs années. D'autres stablecoins similaires ont récemment vu le jour, comme l'USDM émis par Mountain Protocol.

L'USDY, émis par Ondo, est actuellement le stablecoin le plus adopté de cette catégorie. Adossé à des bons du Trésor américain à court terme et à des dépôts bancaires, il est accessible aux investisseurs individuels et institutionnels non américains.

Actuellement, le développement de ces stablecoins est considérablement freiné par la réglementation. Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC), le gendarme boursier américain, menace de requalifier ce type de produit en titre financier (security). En Europe, la réglementation MiCA interdit aux émetteurs régulés d'offrir un rendement direct à leurs utilisateurs. Cette interdiction n'a jamais été clairement justifiée publiquement. Plusieurs experts interrogés par The Big Whale soulignent le risque potentiel de concurrence avec les banques que pourrait engendrer cette pratique.

LA DÉCENTRALISATION AVEC USUAL

Parmi les stablecoins de cette catégorie avec des prétentions de décentralisation, on trouve l'USD0, émis par Usual. C'est une sorte d'agrégateur de RWA (Real World Assets). Actuellement, les réserves du protocole se composent uniquement d'USYC, la représentation on-chain du Short Duration Yield Fund (SDYF) émis par l'entreprise américaine Hashnote. Le SDYF est constitué de bons du Trésor américain à court terme.

Les détenteurs d'USD0 ne bénéficient d'aucun rendement direct, mais ils pourront bientôt bloquer leurs tokens pour obtenir de l'USD0++. Les détenteurs d'USD0++ auront deux options : soit récupérer des récompenses immédiates sous forme de tokens de gouvernance USUAL, soit percevoir tous les six mois les rendements générés par les actifs de la réserve. L'USD0++ arrive à maturité au bout de 4 ans, libérant alors l'USD0 bloqué. Avant cela, il sera possible de les échanger sur le marché secondaire.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

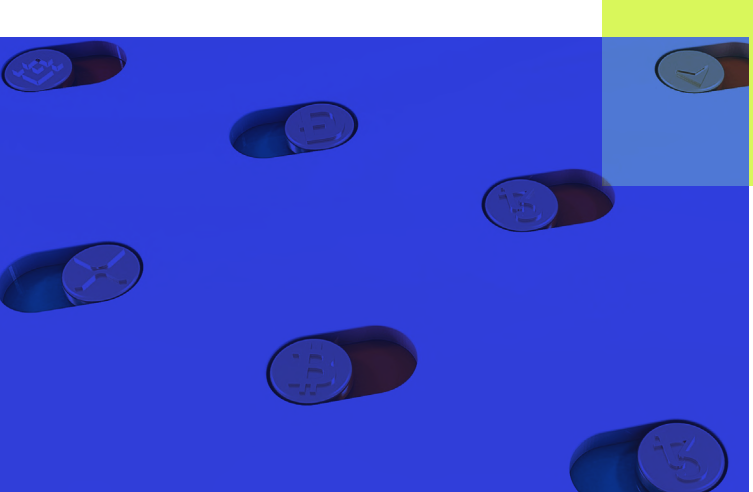
M^0 : STANDARDISER ET DÉMOCRATISER L'ACCÈS À L'ÉMISSION MONÉTAIRE

Jusqu'à présent, aucun stablecoin décentralisé n'a réussi à rivaliser avec l'USDC, et encore moins avec l'USDT. Lancer son propre stablecoin et parvenir à le faire adopter par les utilisateurs est un véritable défi, car les leaders du domaine bénéficient de puissants effets de réseau. La distribution est le nerf de la guerre.

En effet, le marché des stablecoins présente d'énormes barrières à l'entrée : la liquidité d'un stablecoin est cruciale pour son adoption par les grands acteurs. La quasi-totalité des paires de trading sont libellées en USDT et USDC. Ces stablecoins sont également intégrés dans la plupart des plateformes centralisées et décentralisées, et ont réussi à établir une relation de confiance avec leurs détenteurs.

M^0 part du principe que les différentes plateformes avec lesquelles interagissent les utilisateurs (échanges centralisés et décentralisés, wallets, applications, etc.) jouent un rôle majeur dans la distribution et le succès des stablecoins.

M^0 souhaite donc s'appuyer sur ces plateformes en leur permettant d'émettre un même stablecoin fongible, le «M», et de collecter des rendements liés aux M qu'elles distribuent, plutôt que de participer à la distribution de stablecoins qui ne leur profitent pas.



Les plateformes adoptant le M auraient ensuite la possibilité de partager ou non ces rendements avec leurs utilisateurs.

La gouvernance du protocole élit des «Minters» capables d'émettre du M. Pour ce faire, les Minters doivent bloquer des bons du Trésor américain à court terme auprès de dépositaires éligibles, ces actions étant surveillées et approuvées par des validateurs du protocole.

L'idée est donc de créer un ensemble de standards communs (notamment sur les dépositaires et le type de collatéral) pour tous les Minters, afin que le plus grand nombre d'entités puissent émettre un même stablecoin fongible. Cela élimine de nombreuses barrières à l'entrée pour les émetteurs de stablecoins, qui doivent normalement parvenir à créer un nouveau stablecoin suffisamment liquide et adopté sur les différentes plateformes centralisées et décentralisées.

Les validateurs du protocole fournissent une attestation quotidienne des réserves des Minters, ces derniers devant également obtenir l'autorisation des validateurs pour vendre les actifs de leur réserve. Ce système offrirait donc une meilleure transparence que les émetteurs de stablecoins centralisés.

La gouvernance de M^0 repose sur un système à deux tokens : le POWER (ayant un rôle de gestion active) et le ZERO (ayant un rôle de gardien). Les détenteurs de POWER reçoivent des ZERO lorsqu'ils participent à la gouvernance du protocole, et les frais générés par le protocole sont distribués aux détenteurs de ZERO. Le protocole est encore en phase de pré-lancement ; il reste à voir comment il parviendra à concrétiser ses ambitions.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

III_LES AUTRES TYPES DE STABLECOINS

Alors que des acteurs plus traditionnels comme BlackRock commencent à déployer des produits on-chain, le terme « stablecoin » tend de plus en plus à recouvrir des réalités différentes de ses cas d'usage originaux tels que l'achat de crypto ou la collatéralisation de positions en DeFi.

LES "FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS"

Le meilleur exemple de ces nouveaux types de produits sont les fonds monétaires tokenisés. Ils permettent à leurs détenteurs de percevoir le rendement issu principalement d'obligations d'État.

Leurs émetteurs proposent un système d'investissement désintermédié, mais sont nettement plus contraints en matière de réglementation. En effet, les tokens ne sont échangeables qu'entre personnes autorisées et ne peuvent donc pas, pour le moment, être utilisés pour collatéraliser des positions en DeFi.

Le plus célèbre d'entre eux est le BUIDL, déployé par BlackRock sur Ethereum en mars dernier. C'est actuellement celui qui a connu le plus de succès, attirant 520 millions de dollars. Plusieurs protocoles, comme Aave — leader des protocoles de prêt et d'emprunt — ont d'ailleurs annoncé vouloir l'intégrer dans leurs réserves à des fins de diversification.

En juin dernier, le français Spiko a lancé deux produits similaires (en euro et en dollar) qui totalisent déjà près de 90 millions de dollars d'encours.

Certains acteurs, comme le gestionnaire d'actifs américain Franklin Templeton qui a aussi lancé un fonds monétaire tokenisé appelé BENJI, parient qu'il sera un jour possible de s'en servir comme instrument de paiement. Cette utilisation est pour le moment totalement interdite dans des juridictions comme les États-Unis ou l'Europe.

LES "PRODUITS STRUCTURÉS"

La plupart des stablecoins se ressemblent dans le sens où ils sont presque tous adossés à des bons du Trésor ou des obligations à faible risque. L'objectif est d'avoir une réserve d'actifs générant des rendements et dont la valeur n'est pas volatile. Toutefois, il existe d'autres moyens d'obtenir des positions à rendement qui sont peu sensibles à la volatilité des marchés.

La réserve de valeur de l'USDe, émis par Ethena, est assurée en partie par une stratégie de "basis trade" : une position "short" est ouverte pour couvrir la volatilité des actifs de la réserve (BTC & ETH) tout en bénéficiant des rendements du "funding rate". L'USDe est le stablecoin ayant connu le lancement le plus explosif des dernières années. Il a atteint le seuil de 3 milliards de tokens en circulation en seulement 6 mois et a été rapidement intégré dans la plupart des applications DeFi ainsi que dans certains échanges centralisés comme Bybit.

Toutefois, sa croissance stagne, voire régresse, à cause des conditions de marché qui ont provoqué une chute du funding rate. L'USDT représente ainsi désormais quasiment un tiers de ses réserves. Il sera intéressant de suivre l'évolution de ce type de stablecoins dont la réserve de valeur est sécurisée par des positions de trading. Ils tirent profit de la composabilité permise par les blockchains et permettent la mise en place de stratégies de trading plus complexes.

LES STABLECOINS EN 2024 : UN ÉCOSYSTÈME TOUJOURS PLUS RICHE_

LE CASH INTERBANCAIRE DE JP MORGAN

Très différent des autres projets, le JPM Coin est un stablecoin visant à améliorer les transferts interbancaires au sein des flux de la banque américaine JP Morgan. Fin 2023, le géant bancaire a déclaré gérer l'équivalent d'un milliard de dollars de transactions quotidiennes avec ce système.

Le fonctionnement est simple : en échange d'un dépôt en euro ou en dollar sur l'un de ses comptes bancaires, l'utilisateur reçoit l'équivalent en actifs numériques. Ces derniers sont alors instantanément transférés via le réseau Onyx, une blockchain privée inspirée d'Ethereum. Cette infrastructure garantit la confidentialité des échanges et un haut débit de transaction. De plus, le système promet d'opérer 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7. Le JPM Coin se distingue par sa conception unique : il est destiné à exister exclusivement au sein de l'écosystème JP Morgan.

L'AVIS DE THE BIG WHALE

La guerre des stablecoins bat son plein, et de plus en plus d'acteurs entrent dans la compétition pour s'emparer de parts de ce marché en pleine expansion. Le modèle économique actuel favorise largement les émetteurs.

La liquidité et l'adoption sont les deux facteurs clés assurant la croissance d'un stablecoin. Ces éléments sont étroitement liés à leur mode de distribution. L'USDT de Tether s'est initialement répandu grâce à son intégration sur toutes les plateformes de trading centralisées, tandis que l'USDC a bénéficié du soutien de Coinbase.

La distribution apparaît donc comme le vecteur central du succès d'un stablecoin. Pour s'imposer face à Tether et Circle, il est nécessaire de trouver de nouvelles voies de distribution. Cela explique la croissance du PYUSD de PayPal, émis par une entreprise disposant d'une large base d'utilisateurs au-delà de la crypto. De même, il n'est pas surprenant que Revolut envisage de lancer son propre stablecoin.

Une partie de la population d'Amérique du Sud, d'Afrique et d'Asie du Sud a adopté les stablecoins en dollars pour se protéger de l'inflation des monnaies locales. Ces stablecoins ne nécessitent pas de compte bancaire et facilitent tous types de paiements, notamment les transferts transfrontaliers dans le cadre des remises.

Le dollar représente plus de 99 % du marché actuel des stablecoins. Les émetteurs de ces stablecoins deviennent ainsi des canaux de distribution du dollar à l'échelle mondiale.

Il reste à voir comment les réglementations étatiques encadreront l'utilisation des stablecoins et si les banques devront se réinventer, potentiellement en devenant elles-mêmes émettrices de stablecoins.

05

Analyse

MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?

MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?

PAR COLAS GABRIAC [EXPERT DIGITAL ASSET CHEZ SIA PARTNERS]

La tokenisation de la monnaie pourrait être l'un des premiers cas d'usage entièrement réussi de la tokenisation sur les blockchains. Deux formes de monnaies numériques émergent : les stablecoins, émis par des entités privées, et les Monnaies Numériques de Banque Centrale (MNBC), développées par les institutions monétaires, à travers des programmes pilotes. Alors que les stablecoins connaissent une adoption croissante, un affrontement se dessine entre les gouvernements, désireux de garder le contrôle sur leurs monnaies via les MNBC, et les acteurs privés qui promeuvent les stablecoins comme une alternative décentralisée. Les gouvernements voient dans les MNBC un moyen de renforcer leur souveraineté monétaire et d'exercer un contrôle accru sur les transactions financières (à l'instar de la Chine), tandis que les acteurs privés défendent les stablecoins pour leur capacité à offrir plus de liberté et d'innovation aux utilisateurs. Face à ces dynamiques opposées, une cohabitation entre les stablecoins et les MNBC est-elle possible ?

LES STABLECOINS, LE CAS D'USAGE DE LA BLOCKCHAIN LE PLUS RÉUSSI, DÉPASSANT LARGEMENT LA SPHÈRE DES CRYPTO- NATIFS

L'année 2024 a vu une avancée significative des stablecoins, avec leur adoption par des géants du paiement. Des acteurs majeurs comme Stripe et PayPal les intègrent désormais dans leurs solutions, tandis que Visa et Mastercard expérimentent activement ces technologies. Cette adoption par des institutions financières reconnues pourrait accélérer l'adoption grand public des stablecoins dans les pays développés.

Avec une capitalisation de près de 200 milliards de dollars et un volume de transactions d'environ 500 milliards chaque mois, les stablecoins sont particulièrement développés dans les pays émergents confrontés à une forte inflation ou à une dévaluation de leur monnaie nationale, comme l'Argentine, la Turquie ou le Nigéria. En offrant un moyen pratique de détenir des dollars, ils servent de protection contre l'instabilité économique locale.

Utilisant des blockchains publiques, les stablecoins sont accessibles à tous à l'international, renforçant ainsi l'inclusion financière et offrant une réelle alternative aux systèmes bancaires traditionnels. De plus, ces actifs numériques sont également utilisés sur les marchés gris ou noirs dans les pays où les restrictions économiques sont les plus fortes, comme en Chine ou en Russie, facilitant la détention du dollar et les transactions dans des pays sous répression financière.

Les stablecoins sont avant tout un moyen pratique de détenir des dollars, ce qui explique que 99 % d'entre eux soient basés sur le dollar. Émis par des entités privées quasi-bancaires, ils n'impliquent pas de modification dans la distribution de la monnaie, contrairement aux MNBC. Ces entités ont la capacité de contrôler les tokens si nécessaire, comme geler des fonds, bien que cette mesure ne soit utilisée qu'en cas de crime avéré. La technologie des blockchains publiques sur laquelle reposent les stablecoins est robuste et éprouvée, offrant une scalabilité quasi infinie.

Un nouveau genre de stablecoins a aussi fait son apparition au fil des années. Les stablecoins interbancaires sont des actifs digitaux lancés par de grandes banques pour régler des transactions interbancaires. Le JPM Coin de JPMorgan Chase ou l'EURCV de la Société Générale sont des exemples, utilisés pour des transactions interbancaires sur blockchain.

MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?

Ces stablecoins pourraient jouer un rôle clé dans les règlements interbancaires sur blockchains. jouer un rôle clé dans les règlements interbancaires sur blockchains.

LES MNBC RETAIL ET WHOLESALE EN PROGRESSION PARTOUT DANS LE MONDE

Avec près de 94 % des banques centrales qui travaillent sur des projets MNBC, ces derniers ont le vent en poupe. La Chine, à l'avant-garde de la digitalisation monétaire, avec des paiements mobiles et digitaux déjà très implantés grâce à des plateformes comme WeChat Pay et Alipay, a déjà déployé sa MNBC : le yuan numérique. Le contrôle fort du gouvernement sur le pays, l'économie et la monnaie facilite la mise en place au niveau de la régulation, de la vie privée et de son acceptation par la population. De plus, le Parti communiste chinois étant très implanté au sein des entreprises marchandes, il est plus facile de déployer ce nouveau système de paiement. Cependant, très peu d'informations sont disponibles concernant son fonctionnement ou les technologies sous-jacentes, et son déploiement est supervisé par la Banque centrale et le Parti communiste chinois.

Au sein de l'Union Européenne, l'euro numérique est prévu d'ici à 2027 pour les paiements de détail, visant à moderniser le système financier et à offrir des moyens de paiement plus sécurisés et efficaces. Ce projet a pour but principal d'être utilisé pour les paiements, en complément de l'argent liquide et des solutions de paiement privées existantes.

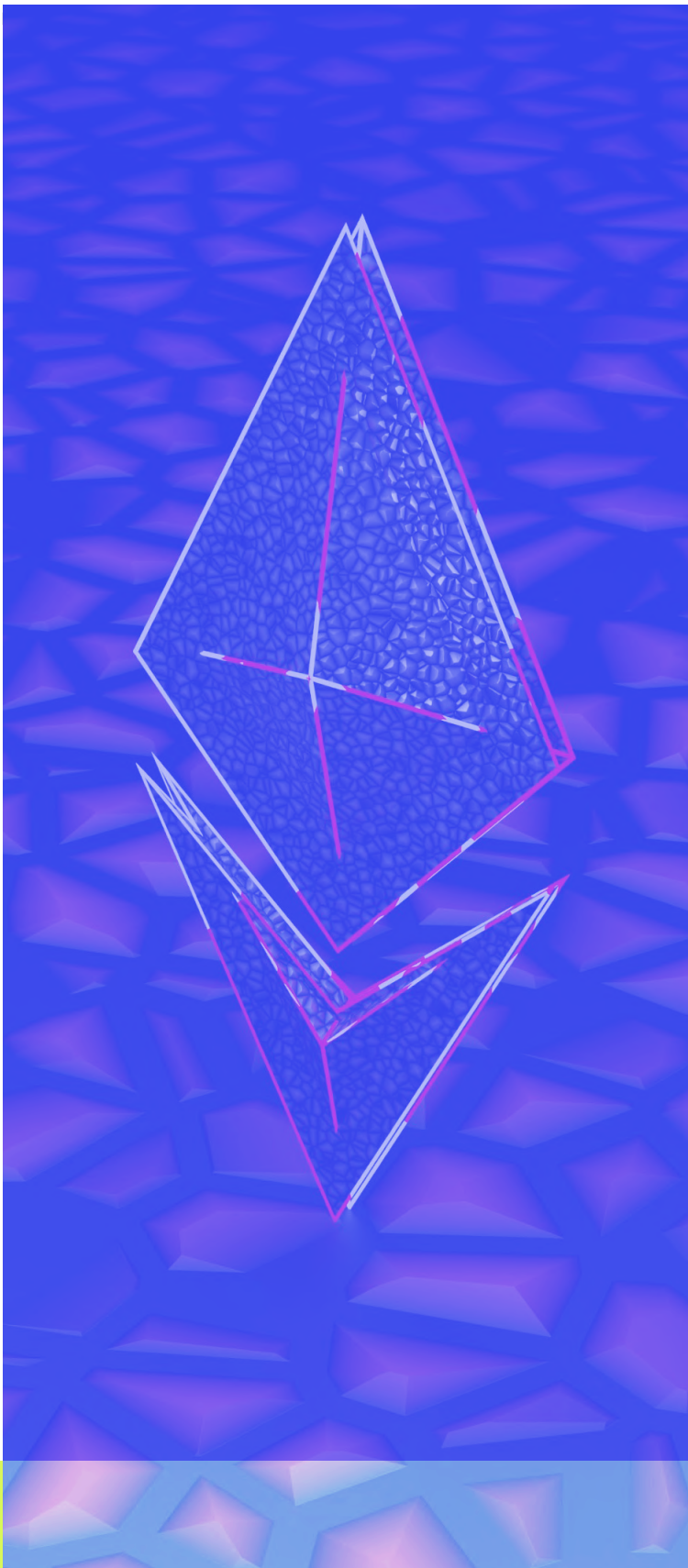
Les MNBC sont également en développement dans d'autres régions pour des usages interbancaires, avec des initiatives en France, en Suisse et à Singapour. Ces MNBC de gros pourraient être mises en place plus rapidement que les versions destinées au grand public, car elles touchent moins de monde et suscitent moins de débats publics. Elles ont déjà été utilisées pour des transactions réelles dans certaines expérimentations pour le règlement d'actifs tokenisés et pourraient améliorer les paiements internationaux en remédiant aux lenteurs, aux coûts élevés et au manque de transparence des systèmes actuels. En proposant une plateforme unifiée avec des standards compatibles entre différentes devises, les MNBC de gros faciliteraient les transactions transfrontalières et multi-devises, ainsi que des cas d'usage comme le repo.

Les MNBC nécessitent une stricte conformité KYC, avec identification et vérification des utilisateurs, et sont construites sur des blockchains souvent privées et non accessibles globalement. Des questions sur la confidentialité des données et la surveillance accrue sont souvent soulevées lors du développement de ces systèmes. Elles représentent également un changement significatif dans l'émission de la monnaie, remplaçant la monnaie commerciale numérique actuelle par de la monnaie de banque centrale numérique, ce qui pourrait redéfinir le rôle des banques commerciales. Néanmoins, en tant que monnaies digitales émises par une entité de confiance — la banque centrale — les MNBC pourraient voir leur adoption favorisée. La gestion par la banque centrale offre une stabilité et une crédibilité qui pourraient encourager le grand public à adopter ces nouvelles formes de monnaie numérique.

MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?

UNE COHABITATION NON SEULEMENT POSSIBLE MAIS POTENTIELLEMENT BÉNÉFIQUE

Les stablecoins sont accessibles partout dans le monde grâce à leur utilisation sur des blockchains publiques, ce qui leur confère une portée internationale. Ils permettent à n'importe qui, où qu'il soit, de détenir des actifs numériques indexés sur des monnaies fiduciaires, actuellement principalement le dollar américain.
Cette accessibilité globale fait des stablecoins un outil privilégié pour les transactions internationales pour les populations, offrant une alternative aux systèmes bancaires traditionnels souvent limités par les frontières nationales et les réglementations locales.



En revanche, les MNBC seront généralement limitées à des régions bien précises. Émises et contrôlées par les banques centrales nationales, elles seront destinées à être utilisées principalement pour les paiements domestiques. Par exemple, le yuan numérique en Chine et le futur euro numérique en Europe sont conçus pour faciliter les transactions au sein de leurs zones monétaires respectives. Les MNBC impliquent un contrôle KYC strict et fonctionnent souvent sur des systèmes privés, ce qui limite leur accessibilité internationale.

Cette différence de portée suggère une complémentarité entre les deux formes de monnaies numériques. Les stablecoins pourraient continuer à être utilisés pour les transactions internationales impliquant du dollar, et par les populations des marchés émergents cherchant à protéger leurs actifs contre l'inflation ou l'instabilité économique. Les MNBC, quant à elles, pourraient servir pour les paiements domestiques, offrant une alternative numérique à l'argent liquide avec la garantie et la confiance associées à une mon-

MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?

Contrairement aux stablecoins, dont l'adoption est déjà bien établie, la demande pour les MNBC est encore inconnue. Bien que les MNBC offrent des avantages en termes de sécurité et de confiance institutionnelle, elles pourraient manquer d'attrait pour certains utilisateurs en raison des autres solutions de paiements numériques disponibles, ainsi que des contrôles élevés et des préoccupations concernant la confidentialité et la surveillance. Si les MNBC ne parviennent pas à répondre aux besoins et aux attentes des utilisateurs, notamment en matière de liberté financière et de protection de la vie privée, il est probable que les stablecoins continuent de dominer le marché des monnaies numériques.

De plus, l'attrait des stablecoins réside dans leur flexibilité et leur indépendance vis-à-vis des institutions financières traditionnelles.
Les utilisateurs qui valorisent la décentralisation et la liberté financière pourraient préférer les stablecoins aux MNBC, qui sont étroitement contrôlées par les gouvernements et les banques centrales.

L'introduction des MNBC pourrait redéfinir le rôle des banques commerciales dans le système financier. Actuellement, les banques commerciales jouent un rôle clé dans la distribution de la monnaie et la gestion des paiements. Avec les MNBC, la monnaie numérique serait émise directement par les banques centrales et conservés par les utilisateurs sur leurs comptes, ce qui pourrait réduire le besoin d'intermédiaires financiers traditionnels et réduire les dépôts bancaires.

Les banques commerciales pourraient être amenées à réévaluer leur modèle d'affaires et à s'adapter à cette nouvelle réalité. Les stablecoins, émis par des entités privées, maintiennent le rôle des intermédiaires financiers tout en offrant une alternative numérique aux monnaies fiduciaires. Elles correspondent parfaitement au métier bancaire.

Une cohabitation entre les stablecoins et les MNBC semble ainsi plus qu'envisageable.
Les stablecoins pourraient continuer à servir les besoins internationaux et les marchés émergents, offrant une flexibilité et une accessibilité que les MNBC ne peuvent pas toujours garantir.
Les MNBC, de leur côté, pourraient renforcer les systèmes de paiement domestiques avec le soutien et la confiance des banques centrales.
Le succès de cette cohabitation dépendra de la capacité des régulateurs, des institutions financières et des utilisateurs à naviguer dans ce nouvel écosystème monétaire en évolution rapide.

MNBC ET STABLECOINS : UNE COHABITATION EST-ELLE POSSIBLE ?

UN AVANTAGE RÉGLEMENTAIRE POUR LES MNBC, ET UNE RÉGULATION INCOMPLÈTE POUR LES STABLECOIN

La régulation des stablecoins est complexe en raison de leur nature décentralisée et de leur utilisation mondiale. Principalement émis en dollar, ils ne sont pour autant pas tous basés aux USA, et ne sont pas utilisés en grande majorité là-bas non plus. Ils manquent d'un cadre réglementaire uniforme, notamment aux États-Unis où des législations sont attendues pour apporter de la clarté. En Europe, le règlement MiCA vise à encadrer les stablecoins, mais son impact est limité car l'Europe n'est pas le principal marché. Cette absence de cohérence réglementaire complique la tâche des émetteurs, qui doivent naviguer entre différentes juridictions, augmentant ainsi les coûts de conformité et les défis opérationnels, et rendant plus difficile l'adoption des stablecoins.

Les MNBC bénéficient quant à elles d'un avantage réglementaire intrinsèque clair, car elles sont émises par des institutions publiques, assurant leur conformité aux lois financières existantes dès leur création. Les gouvernements et les régulateurs pourraient favoriser les MNBC par rapport aux stablecoins, en leur accordant un statut légal clair et une intégration plus aisée dans les systèmes de paiement officiels, ce qui pourrait donner aux MNBC un avantage concurrentiel significatif. Pour autant, aux USA par exemple, une réglementation empêchent le lancement d'une MNBC "de surveillance" voté au Sénat en 2024.

L'évolution du paysage réglementaire déterminera en grande partie la possibilité de coexistence entre stablecoins et MNBC. Si les MNBC sont soutenues par des cadres légaux solides, les stablecoins devront s'adapter à des réglementations plus strictes sans perdre leurs avantages de flexibilité et d'accessibilité. Un équilibre devra être trouvé pour promouvoir l'innovation tout en assurant la stabilité financière. Les régulateurs devront envisager des approches qui intègrent les stablecoins de manière complémentaire aux MNBC, permettant aux deux formes de monnaies numériques de coexister et d'améliorer ensemble le système financier mondial.

Les stablecoins et les MNBC représentent deux approches distinctes de la monnaie numérique, chacune avec ses propres avantages et défis. Les stablecoins offrent une accessibilité mondiale et une flexibilité inégalée pour détenir du dollar, appréciée dans les marchés émergents. Ils soulèvent des questions réglementaires et de confiance envers les émetteurs privés. Les MNBC, quant à elles, bénéficient du soutien institutionnel des banques centrales et d'un cadre réglementaire potentiellement fait sur mesure, mais doivent encore prouver leur attrait auprès du public et résoudre les préoccupations liées à la confidentialité et à la surveillance. Au vu de leurs caractéristiques complémentaires, une cohabitation entre stablecoins et MNBC semble non seulement possible, mais également bénéfique. Cette coexistence pourrait enrichir le paysage financier en offrant une gamme diversifiée d'options de paiement, à condition que les régulateurs, les institutions financières et les utilisateurs collaborent pour naviguer dans ce nouvel écosystème monétaire en évolution constante.

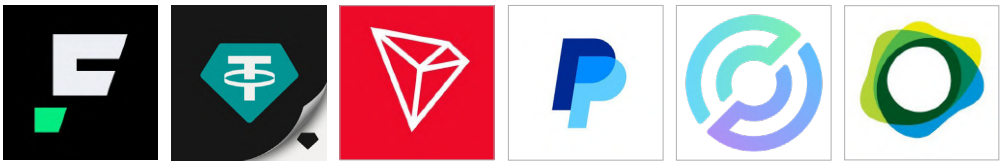
06

Mapping

LA CARTOGRAPHIE DES ACTEURS DU PAIEMENTS UTILISANT DES ACTIFS NUMÉRIQUES

LA CARTOGRAPHIE DES ACTEURS DU PAIEMENTS UTILISANT DES ACTIFS NUMÉRIQUES_

_Émetteurs de stablecoins centralisés en dollars



FIRST DIGITAL (FDUSD) | TETHER (USDT) | TRON DAO (USDD) | PAYPAL (PYUSD) | CIRCLE (USDC) | PAXOS (USDP)

_Émetteurs de stablecoins décentralisés en dollars

USUAL (USD0) | FRAX (FRAX) | AAVE DAO (GHO) | ANGLE PROTOCOL (USDA) | SKY (DAI) | CURVE FINANCE (CRVUSD) | LIQUITY (LUSD & BOLD)

_Émetteurs de stablecoins centralisés en euros

TETHER (EURT) | STATIS (EURS) | MONERIUM (EURE) | BANKING CIRCLE (EURITE)

CIRCLE (EURC) | OLKYWALLET (EUSTA) | SOCIÉTÉ GÉNRALE-FORGE (EURCV)

_Émetteurs de stablecoins décentralisés en euros

ANGLE PROTOCOL (EURA)

_Agents /partenaires de PSP ayant le statut PSAN

FIPTO

LA CARTOGRAPHIE DES ACTEURS DU PAIEMENTS UTILISANT DES ACTIFS NUMÉRIQUES_

_Wallets non custodial

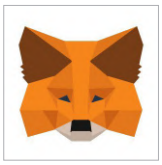
ZENGO

LEDGER

COINBASE WALLET

RABBY

SAFE


METAMASK

DEBLOCK

ARGENT WALLET

_Prestataires de paiement crypto-friendly

STRIPE

REVOLUT

DEBLOCK

PAYPAL

OLKYPAY

TREEZOR

WORDLINE

_Émetteurs de cartes crypto

MERCURYO

GNOSIS PAY

KULIPA

REAP

BAANX

_Schemes de paiement par carte bancaire

GIE CARTES BANCAIRES

MASTERCARD

VISA

_Système de paiement crypto (QR code)

LYZI

BINANCE PAY

COINBASE PAY

07

Interview

KARIMA LACHGAR

OLKYWALLET

KARIMA LACHGAR
OLKYWALLET_

LA CEO D'OLKYWALLET DÉTAILLE LA STRATÉGIE DE LA NÉO-BANQUE QUI S'APPRÊTE À LANCER UN STABLECOIN EURO, L'EUSTA, D'ICI LA FIN DE L'ANNÉE.

> **« Notre neutralité est une opportunité pour que l'EUSTA soit utilisé par tout le monde. »**

LE GROUPE OLKY EST PRINCIPALEMENT CONNU POUR SA NÉO-BANQUE. COMMENT VOUS DISTINGUEZ-VOUS DE LA CONCURRENCE ?

Le groupe Olky est organisé autour de plusieurs entités, dont l'une des plus connues est OlkyPay. C'est un établissement de paiement qui propose des comptes de paiement et des services bancaires de paiement. Nous sommes ce qu'on appelle une "néo-banque" agissant en qualité d'établissement de paiement, mais pas un acteur bancaire à proprement parler, car nous ne proposons pas de crédit ou de compte de dépôt.

Cela fait plus de 12 ans qu'OlkyPay est présent sur le marché avec ce statut réglementé. Certes, nous n'avons pas la même volumétrie qu'un Revolut ou qu'un Qonto, mais notre point fort, c'est que nous sommes indépendants et profitables depuis nos débuts. L'an dernier, nous avons traité plus de 8 milliards d'euros de transactions pour un chiffre d'affaires de 43 millions d'euros. Nous comptons plus de 10 000 comptes clients.

VOUS METTEZ L'ACCENT SUR VOTRE "INDÉPENDANCE", MAIS QUE VOULEZ-VOUS DIRE ?

Cela signifie que notre actionnariat est complètement indépendant des grands groupes bancaires. Cela nous offre une certaine agilité sur de nombreux sujets traditionnellement évités par les banques, comme la crypto que nous traitons depuis plusieurs années déjà. Cela crée un axe de différenciation important vis-à-vis de la plupart de nos concurrents notamment en termes d'inclusion bancaire et financière qui n'osent pas encore s'attaquer à ce sujet.

QUE FAITES-VOUS EXACTEMENT AUTOUR DE LA CRYPTO ?

Nous proposons toute une gamme de produits qui nous permet d'offrir ce dont les acteurs de ce secteur ont besoin en termes de services bancaires de paiement (Kypay, Kypay on chain, acquisition monétique, statut d'agent pour l'on/off ramp). À ce jour, nous comptons plus de 180 entreprises du Web3 parmi nos clients. Cela peut être des sociétés qui développent des protocoles blockchain, des DAO, des fonds crypto, et bien sûr, beaucoup de prestataires de services d'actifs numériques (PSAN).

VOUS ÊTES UN ACTEUR FRANCO-LUXEMBOURGEOIS. POURQUOI ÊTES-VOUS PRÉSENT DANS CES DEUX JURIDICTIONS ?

Sur les 100 personnes qui travaillent dans le groupe, un gros tiers est basé en France. La France est un marché institutionnel extrêmement attractif pour nous et notamment pour OlkyWallet. Actuellement, 40 % de nos clients sont Français.

QUEL TYPE DE CLIENTS VISEZ-VOUS ?

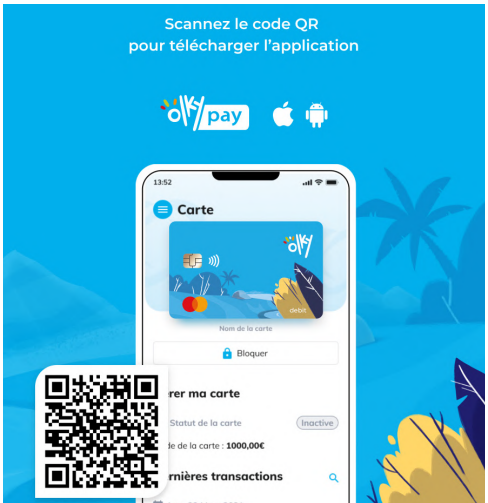
Principalement des gestionnaires d'actifs crypto qui ont besoin d'un wallet custodial, car la législation leur impose de ne pas détenir eux-mêmes les actifs, mais aussi d'une table de trading qui est externalisée chez nous.

KARIMA LACHGAR
OLKYWALLET_

Non seulement nous exécutons les ordres de nos clients en interposant notre compte propre, mais nous pouvons également passer en direct par des exchanges en fonction des demandes. Néanmoins, au démarrage, 80 % des ordres passeront par Olky Wallet. En résumé, nous sommes la contrepartie du client. des ordres passeront par Olky. En résumé, nous sommes la contrepartie du client.

VOUS DIRIGEZ OLKYWALLET, QUEL EST LE RÔLE DE CETTE ENTITÉ AU SEIN DU GROUPE ?
C'est notre futur CASP (licence européenne permettant de proposer et de passeporter en Europe des services crypto), et celui-ci sera également un établissement de monnaie électronique (EME) qui servira à émettre un stablecoin euro pour 2025. Nous attendons l'agrément délivré par l'AMF et l'ACPR pour les services crypto d'ici fin 2024.

À QUOI SERVIRA CE STABLECOIN ?
L'EUSTA a l'ambition de fonctionner de la même façon que l'USDC de Circle, mais dans un environnement qui servira des cas d'usage où il sera nécessaire de connaître en permanence l'identité de ses détenteurs. L'EUSTA ne sera pas une monnaie en tant que telle, mais plutôt un actif de règlement utilisé dans le cadre d'échanges d'actifs financiers tokenisés. Dans le cas de l'USDC, Circle ne peut savoir qui détient ses stablecoins à un instant T. Ils vérifient l'identité des clients lors de l'achat ou de la vente d'USDC contre des monnaies fiat. Avec l'EUSTA, nous pourrons surveiller cela en permanence afin de répondre aux exigences réglementaires pour les futurs marchés de capitaux tokenisés.



CELA RESSEMBLE BEAUCOUP LA PROPOSITION DU STABLECOIN EURO LANCÉ PAR FORGE, LA FILIALE BLOCKCHAIN DE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. EN QUOI VOUS DISTINGUEZ-VOUS ?
En effet, mais comme je le disais précédemment, Olky est un groupe indépendant des groupes bancaires, et c'est notre force. Nous sommes agnostiques quant à la banque utilisée comme teneur de compte des réserves de l'EUSTA et nous pouvons envisager d'ailleurs d'avoir des accords avec plusieurs banques en fonction des cas d'usage identifiés. Par ailleurs, notre stable coin ne portera pas l'identité d'un groupe bancaire susceptible de rencontrer des difficultés d'adoption en raison de problématiques de positionnement concurrentiel. Notre «neutralité» sur le marché est une opportunité pour que l'EUSTA soit utilisé par tout le monde.

EST-IL RÉALISTE D'IMAGINER QUE DE GRANDES BANQUES UTILISENT UN STABLECOIN ÉMIS PAR UNE «PETITE» NÉO-BANQUE ?
C'est notre enjeu principal, en effet. Mais nous avons lancé une réflexion autour des nouvelles dispositions de la directive européenne sur les services de paiement 3, qui doit nous permettre d'être membre principal des systèmes de paiement opérés par la Banque centrale du Luxembourg et par la Banque de France. Nous disposerons ainsi d'une architecture d'émetteur et d'opérateur du stablecoin EUSTA directement couplée aux systèmes de paiement européens tout en permettant à chaque grande banque de cantonner les fonds de leurs clientèle qui utilisera l'EUSTA.

08

Interview

AXEL CATELAND

KULIPA

AXEL CATELAND
KULIPA_

LA START-UP KULIPA ÉMET DES CARTES MASTERCARD DESTINÉES AUX WALLETS NON CUSTODIAL. SON CEO AXEL CATELAND ESTIME QUE LA BLOCKCHAIN OPTIMISE SENSIBLEMENT LE FONCTIONNEMENT DES PAIEMENTS.

KULIPA EST UN NOUVEL ACTEUR DU PAIEMENT QUI S'APPUIE SUR LA CRYPTO. QUE FAITES-VOUS EXACTEMENT ?

Nous sommes une start-up qui existe depuis un peu plus d'un an. Nous fournissons des services de paiement par carte aux wallets crypto (Metamask, Rabby, etc.) et, probablement un jour, pour les plateformes d'échange. Notre technologie se connecte aux réseaux de Visa et Mastercard pour capturer l'intention de paiement via les blockchains et les wallets en particulier. En clair, cela permet de payer en stablecoins en utilisant une carte de paiement classique.

LES CARTES DE PAIEMENT FOURNIES PAR LES EXCHANGES (COINBASE, CRYPTO.COM, ETC.) EXISTENT DEPUIS PLUSIEURS ANNÉES. QUELLE EST LA DIFFÉRENCE AVEC VOUS ?

Les cartes de paiement délivrées par les exchanges sont surtout des outils off-ramp liés à leur activité de broker. En réalité, il n'y a pas d'utilisation de la blockchain. Avec Kulipa, nous exploitons les capacités de la blockchain pour améliorer le système global de paiement. Cela a été plus compliqué à mettre en œuvre technologiquement, mais l'apport est vraiment important.

> **« Livrer l'argent en quelques secondes sans changer les habitudes de paiement des gens. »**

LE PREMIER WALLET AVEC LEQUEL VOUS AVEZ SIGNÉ EST ARGENT. COMMENT ÇA SE PASSE CONCRÈTEMENT LORS D'UN PAIEMENT ?

Les utilisateurs doivent avoir des stablecoins, comme ceux de Circle (USDC ou EURC), dans leur wallet. Lorsque la carte est utilisée, nous prélevons les fonds dans le wallet, puis nous les envoyons à Circle, qui les off-ramp vers Mastercard. Comme Argent est un wallet développé sur le réseau Starknet (une couche au-dessus d'Ethereum), cela ne coûte pas grand-chose en frais, que nous prenons d'ailleurs en charge. Pour l'utilisateur de la carte, un solde de 100 dollars permet d'acheter quelque chose qui coûte 100 dollars.

PEUT-ON IMAGINER UN JOUR PAYER EN CRYPTOS AVEC UNE CARTE SANS JAMAIS REPASSER EN MONNAIE FIAT ?

Nous travaillons justement sur ce point avec Visa et Mastercard. Ils pourraient notamment nous indiquer si le marchand en bout de chaîne accepte les stablecoins (via Stripe par exemple, qui gère les cryptos). Avec cette information, nous serions en mesure d'envoyer directement les stablecoins on-chain sur un wallet appartenant au marchand.

AXEL CATELAND
KULIPA_

QU'EST-CE QUE LE PAIEMENT ON-CHAIN AMÉLIORERAIT DANS LE CIRCUIT DES PAIEMENTS ?

Il y a un grand «mensonge» autour du fonctionnement des paiements. Nous avons l'impression que le marchand reçoit immédiatement les fonds lorsqu'on utilise notre carte, mais ce n'est qu'une promesse. En réalité, il faut entre trois et sept jours pour que le marchand obtienne les fonds. En faisant circuler tous les flux on-chain, on pourrait livrer l'argent en quelques secondes sans changer les habitudes de paiement des gens. Si l'on veut faire une analogie, je pense que les transactions on-chain seront au paiement ce que la voix sur IP a été pour les télécommunications. Un jour, tous les paiements internationaux seront basés sur la blockchain. Cette révolution est en train d'arriver.

VOUS PARLEZ UNIQUEMENT DE LA DURÉE D'ACHEMINEMENT, MAIS LES SYSTÈMES TRADITIONNELS IMPLIQUENT ÉGALEMENT LA MISE EN PLACE DE GARANTIES QUI COÛTENT CHER AUX ACTEURS DU PAIEMENT...

En effet, les schemes comme Visa et Mastercard exigent de mettre l'équivalent de plusieurs jours de transactions dans un compte de garantie. Cela représente des millions d'euros qui sont bloqués. Avec des paiements vraiment instantanés sur blockchain, cela ne serait plus nécessaire.

QUEL EST VOTRE BUSINESS MODEL ?

Nous sommes rémunérés par les frais prélevés par Visa et Mastercard auprès des marchands. Nous facturons aussi le wallet en fonction des volumes, mais aussi parce que c'est nous qui opérons le processus de KYC de l'utilisateur. Mais pour que le système fonctionne, il est important que l'opération soit rentable pour le wallet. Ainsi, nous partageons avec lui les revenus issus de Visa et Mastercard en tant qu'apporteur d'affaires. Il est essentiel que les cartes rapportent de l'argent aux wallets, c'est l'une des clés de leur modèle économique.

ON AURAIT PU PENSER QUE VISA ET MASTERCARD SERAIENT REMPLACÉS PAR LA CRYPTO, MAIS C'EST TOUT L'INVERSE QUI EST EN TRAIN DE SE PRODUIRE : ILS RESTENT UN MAILLON IMPORTANT DE LA CHAÎNE.

Complètement, car les gens sont encore très attachés à l'utilisation de la carte de paiement. Ce n'est pas forcément le cas partout, notamment dans certains pays d'Afrique où le paiement mobile (M-PESA) s'est considérablement développé, ou encore en Chine où l'on paie avec des QR codes. Mais en Occident, cette habitude sera difficile à changer. Sur ce marché, je ne me fais pas du tout de souci pour Visa et Mastercard. La puissance de la crypto a plutôt tendance à remplacer les banques qui acheminent les fonds entre l'acheteur et le vendeur. Dans le système traditionnel, elles doivent se synchroniser entre elles lorsqu'il y a une transaction. C'est long, risqué, coûteux, etc. Si l'on remplace tout cela par la blockchain, les banques ne servent plus à rien dans le processus.

VOUS FONCTIONNEZ AVEC LES STABLECOINS DE CIRCLE, MAIS DISCUTEZ-VOUS AVEC D'AUTRES ÉMETTEURS ?

Évidemment ! Ce qui nous intéresse beaucoup actuellement, ce sont les stablecoins qui procurent du rendement à leurs détenteurs. Cela permet vraiment d'optimiser la capacité à générer du revenu. On peut également explorer les possibilités offertes par les stablecoins émis par les protocoles de lending. Par exemple, un consommateur pourrait mettre des ETH en collatéral pour obtenir une ligne de crédit, qu'il choisirait de rembourser quand il le souhaite.

09

TRADFI

LES GÉANTS DES PAIEMENTS ET LEUR INTÉGRATION DES CRYPTOMONNAIES :

FOCUS SUR VISA, MASTERCARD, PAYPAL ET STRIPE

LES GÉANTS DES PAIEMENTS ET LEUR INTÉGRATION DES CRYPTOMONNAIES_

Les cryptomonnaies, en particulier les stablecoins, ont pris une place importante dans l'univers des paiements au cours des dernières années. Ces actifs numériques, adossés à des monnaies fiduciaires comme le dollar ou l'euro, apportent une solution à des problèmes de rapidité, de coûts, et de transparence des transactions internationales.

Visa, Mastercard, PayPal et Stripe, des leaders mondiaux des paiements, ont reconnu l'importance des cryptos et des stablecoins dans l'évolution des systèmes financiers et ont progressivement intégré ces technologies dans leurs services. Voici comment ces géants adoptent les cryptomonnaies.

VISA, pionnier dans l'adoption des stablecoins_

Visa a été l'un des premiers acteurs traditionnels des paiements à s'intéresser de près aux cryptomonnaies. Dès 2021, l'entreprise a lancé un programme visant à permettre à ses utilisateurs d'utiliser des cryptomonnaies via ses cartes de crédit. Plus précisément, Visa s'est tourné vers les stablecoins pour résoudre l'un des principaux défis des cryptomonnaies : la volatilité.

Visa a établi un partenariat avec la plateforme d'échange de cryptomonnaies Cryptoccom pour permettre l'utilisation de USD Coin (USDC), un stablecoin adossé au dollar américain, dans ses transactions. Ce partenariat permet aux utilisateurs de payer avec des cryptomonnaies sans que le commerçant ne soit exposé à leur volatilité. Lors de la transaction, les cryptomonnaies sont instantanément converties en monnaie fiduciaire pour le commerçant. Visa utilise Ethereum et Solana, deux blockchains très populaires, pour régler ces transactions en stablecoins.

L'utilisation des stablecoins permet à Visa de traiter les paiements de manière plus efficace et à moindre coût, en éliminant certains intermédiaires et en facilitant les transferts internationaux.

LES GÉANTS DES PAIEMENTS ET LEUR INTÉGRATION DES CRYPTOMONNAIES_

MASTERCARD, faciliter l'adoption des cryptos_

De son côté, Mastercard a également pris des mesures pour intégrer les cryptomonnaies dans son réseau. En 2021, Mastercard a annoncé qu'elle permettrait à ses utilisateurs de régler leurs paiements directement en cryptomonnaies sur son réseau. Comme Visa, Mastercard a d'abord cherché à minimiser les risques liés à la volatilité en se concentrant sur les stablecoins.

Mastercard a noué des partenariats avec des entreprises de cryptomonnaies comme Gemini et Circle (émetteur de l'USDC) pour intégrer des options de paiement en stablecoins.

Les utilisateurs peuvent ainsi lier leur portefeuille de cryptomonnaies à leurs cartes Mastercard, facilitant les paiements en cryptos converties en temps réel en monnaie fiduciaire.

Mastercard va encore plus loin en s'engageant activement dans le soutien de MNBC (Monnaies Numériques de Banques Centrales), une autre évolution possible des stablecoins. L'entreprise a annoncé son intention d'aider les banques centrales à tester et déployer des monnaies numériques, montrant ainsi son implication dans l'avenir des paiements.

LES GÉANTS DES PAIEMENTS ET LEUR INTÉGRATION DES CRYPTOMONNAIES_

PAYPAL, démocratiser l'accès_

PayPal, géant des paiements en ligne, a fait sensation en 2020 en permettant à ses utilisateurs d'acheter, vendre et détenir des cryptomonnaies directement sur sa plateforme. Cela a marqué un tournant pour l'adoption des cryptos par le grand public. Au début, PayPal a permis d'utiliser les principales cryptomonnaies comme le bitcoin ou l'ether. Cependant, la société a rapidement vu le potentiel des stablecoins dans les paiements.

En 2023, PayPal a lancé son propre stablecoin, le PayPal USD (PYUSD), adossé au dollar américain.
Ce stablecoin permet aux utilisateurs de réaliser des transactions sans se soucier de la volatilité des cryptos classiques.

Avec PYUSD, PayPal vise à réduire les frais de transaction, à accélérer les paiements transfrontaliers et à faciliter les transferts d'argent entre utilisateurs de PayPal.

L'intégration des stablecoins dans l'écosystème de PayPal représente un pas significatif vers la démocratisation des paiements basés sur la blockchain. PayPal permet également à ses utilisateurs d'utiliser les cryptomonnaies comme moyen de paiement chez les commerçants partenaires, bien que les cryptos soient converties en monnaie fiduciaire lors du paiement.

LES GÉANTS DES PAIEMENTS ET LEUR INTÉGRATION DES CRYPTOMONNAIES_

STRIPE, intégrer la blockchain dans les paiements en ligne_

S

Stripe, plateforme de paiement en ligne très prisée des startups et des entreprises technologiques, a également embrassé les cryptomonnaies, en particulier les stablecoins. En 2022, Stripe a lancé une option permettant aux entreprises d'effectuer des paiements en cryptomonnaies via USD sur le réseau Polygon, une blockchain rapide et peu coûteuse.

Stripe permet aux plateformes comme X (ex-Twitter) de verser des paiements en cryptomonnaies à leurs utilisateurs. Ce système de paiement en stablecoins offre plusieurs avantages : les utilisateurs peuvent recevoir des paiements instantanés et les commerçants peuvent accepter des cryptomonnaies sans être exposés à la volatilité, grâce à la conversion instantanée en monnaie fiduciaire.

REMERCIEMENTS

JEREMY ALLAIRE
Circle, CEO

CORALIE BILLMANN
Circle France,
managing director

AXEL CATELAND
Kulipa, CEO

SÉBASTIEN DÉRIVAUX
Steakhouse Financial

PIERRE PERSON
Usual Labs, CEO

KARIMA LACHGAR
OlkyWallet, CEO

THOMAS DOUCHEZ
Visa, director business
Development

GARETT JONES
Bluechip, CEO

COLAS GABRIAC
Sia Partners,
expert digital asset

VAIDYA PALLASENA
Bluechip, responsable
de la notation

JUSTINE DESTOBBELEIRE
Sia Partners, blockchain lead

Ce rapport a été conçu par le service recherche de **The Big Whale** et sous la direction de **Grégory Raymond.**

www.thebigwhale.io
Nous contacter : contact@thebigwhale.io
9 rue des Colonnes, 75002 Paris, FRANCE