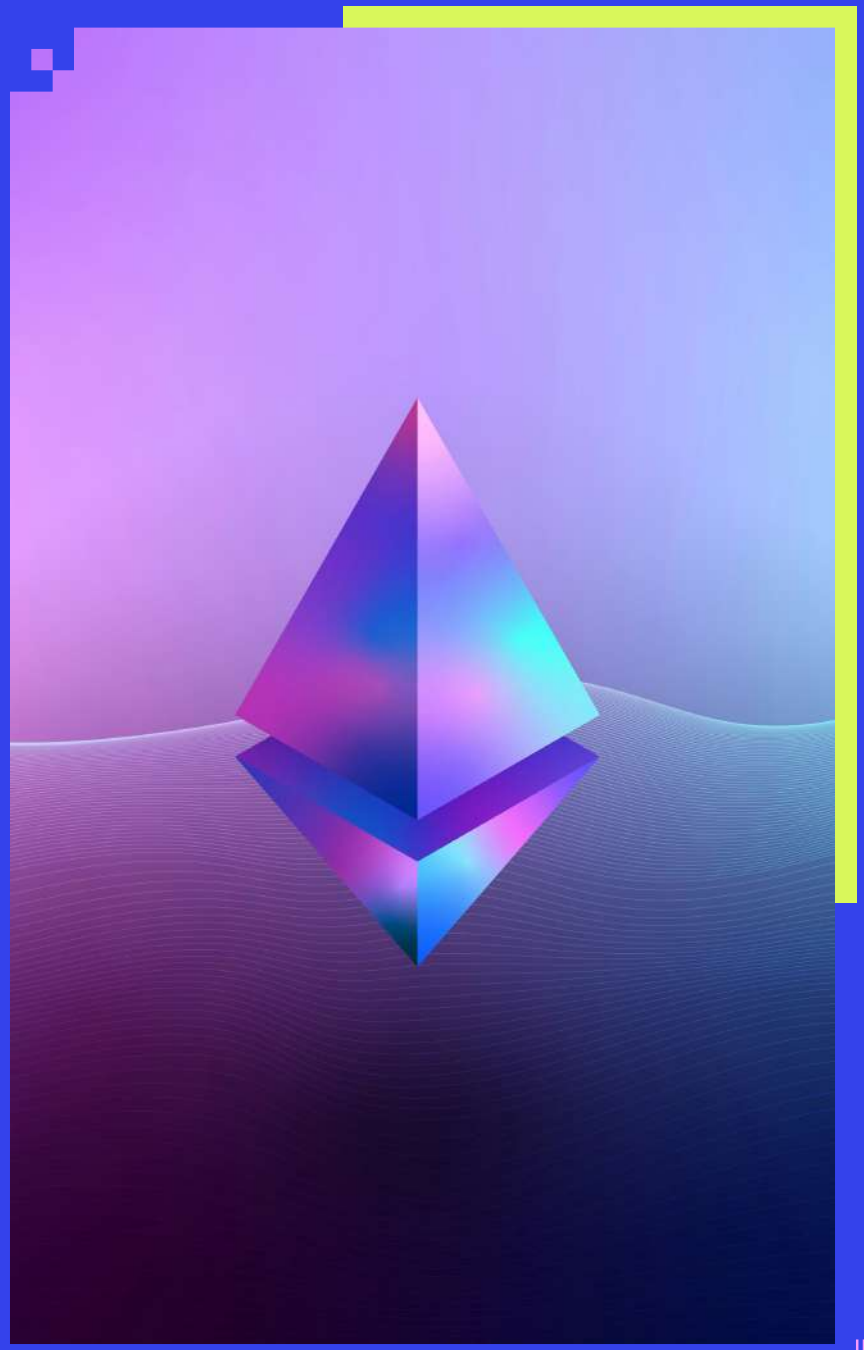


The Big Whale

The Ethereum Briefing

MAÎTRISER LE MOTEUR
DE LA FINANCE ON-CHAIN

Juillet 2025

.som-maire

01
LES ACTUALITÉS IMPORTANTES DU 1ER SEMESTRE 2025

02
ETHEREUM CONFORTE SA PLACE DE LEADER EN TERMES DE VALEUR DÉPOSÉE (TVL)

03
PLUS DE 50% DES RWAs SONT ÉMIS SUR ETHEREUM

04
BASE S'IMPOSE COMME LE L2 DE RÉFÉRENCE

05
SES APPLICATIONS DeFi POURRONT BIENTÔT RIVALISER AVEC LES GRANDES NÉOBANQUES

06
LES VOLUMES D'ÉCHANGE DES DEX RIVALISENT AVEC LES ACTEURS HISTORIQUES

07
SOUS-PERFORMANCE DU PRIX DE ETH PAR RAPPORT AUX GRANDES VALEURS TECHNOLOGIQUES

08
UN APPÉTIT MOINS FORT DES INSTITUTIONNELS POUR L'ETH

01

News

LES ACTUALITÉS IMPORTANTES AU 1ER SEMESTRE 2025

01 LES ACTUALITÉS IMPORTANTES DU 1ER SEMESTRE 2025

【 RÉORGANISATION DE LA FONDATION ETHEREUM 】

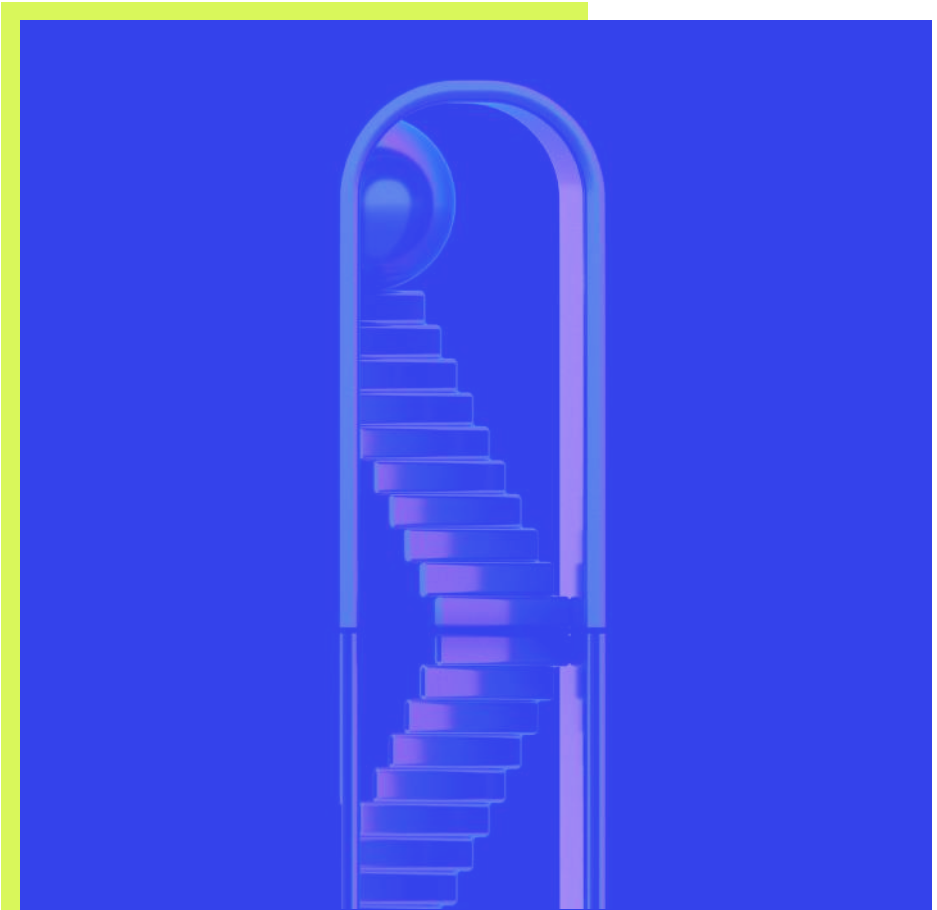
La Fondation Ethereum a complètement remanié sa gouvernance ces derniers mois, séparant sa gouvernance stratégique (le conseil d'administration) de son exécution opérationnelle (la direction générale). Vitalik Buterin, Aya Miyaguchi et Patrick Storchenegger constituent dorénavant le « conseil de sécurité » chargé de protéger l'âme d'Ethereum, tandis que Hsiao-Wei Wang et Tomasz Stańczak (rejoints par Bastian Aue et Josh Stark) prennent les commandes quotidiennes avec un mandat clair : accroître l'agilité et la clarté, en s'attaquant frontalement aux défis de l'écosystème, de la scalabilité au respect de la censure zéro.

Mais cette réforme n'est pas uniquement cosmétique. La Fondation a révisé son approche de gestion de la trésorerie, passant de ventes opportunistes d'ETH à une stratégie structurée et transparente, avec une partie des actifs désormais injectés dans des protocoles DeFi. Dernier acte en date : une cure de délestage dans la R&D, avec des licenciements ciblés au profit d'une orientation vers un modèle plus décentralisé. L'objectif ? Mettre fin à la centralisation de facto et responsabiliser les builders communautaires.

【 FIN DES POURSUITES DE LA SEC CONTRE UNISWAP 】

Fin février 2025, la SEC a discrètement mis fin à son enquête entamée plus de deux ans auparavant contre Uniswap Labs, le principal développeur du protocole éponyme. Sans inculpation formelle, ni règlement financier, cette décision met un terme à l'un des contentieux les plus scrutés du secteur. L'agence, en difficulté politique depuis plusieurs mois, aurait reconnu en interne la complexité juridique de qualifier Uniswap comme un acteur régulé selon les lois américaines sur les valeurs mobilières, notamment du fait de sa nature open source et de l'absence de jeton directement émis par la société.

Mais cette victoire, aussi symbolique soit-elle, ne vaut pas acquittement général. La décision de la SEC ne crée aucun précédent et pourrait être révisée si le cadre réglementaire évolue ou si de nouveaux faits émergent. Pour Uniswap Labs, qui s'était préparé depuis des mois à une confrontation judiciaire en réorganisant ses entités et en renforçant ses lignes de défense, la fin de l'enquête valide en creux sa stratégie de mise à distance réglementaire. L'entreprise avait notamment plaidé qu'elle ne contrôlait ni la liquidité, ni la gouvernance du protocole, bien que de nombreuses critiques pointent encore l'importance de son rôle dans le développement et la communication.



01 LES ACTUALITÉS IMPORTANTES DU 1ER SEMESTRE 2025_

【 OPTIONS SUR LES ETF ETHEREUM : FEU VERT STRATÉGIQUE 】

Le 10 avril 2025, la SEC a validé la cotation d'options sur plusieurs ETF Ethereum au comptant, notamment ceux de BlackRock, Grayscale et Bitwise. Après les ETF Bitcoin, ces nouveaux produits dérivés permettent aux investisseurs de parier à la hausse ou à la baisse sur le prix d'ETH, sans avoir à détenir l'actif lui-même. Une avancée technique, mais surtout symbolique : Ethereum accède désormais aux mêmes outils de gestion du risque que les grandes classes d'actifs, à commencer par les actions ou les matières premières.

Mais ce lancement intervient dans un contexte d'intérêt mesuré. Contrairement aux ETF Bitcoin, qui ont attiré des dizaines de milliards de dollars en quelques semaines, les ETF Ethereum ont peiné à séduire. Les volumes restent faibles, et la dynamique de cours en retrait. L'arrivée des options pourrait changer la donne, en apportant de la liquidité et en attirant les traders professionnels, friands de produits à effet de levier et de stratégies complexes. Pour les émetteurs comme BlackRock ou Bitwise, l'objectif est clair : faire d'ETH non pas un simple actif spéculatif, mais un actif structuré, inséré dans les portefeuilles diversifiés.

【 MISE À JOUR PECTRA 】

La mise à jour Pectra, activée le 7 mai 2025, constitue l'évolution la plus dense du protocole Ethereum depuis The Merge, en combinant les volets d'exécution (Prague) et de consensus (Electra) dans une unique hard fork. Au total, 11 EIPs ont été intégrés, dont plusieurs changements profonds sur l'architecture des comptes, le staking et la scalabilité. Au cœur du chantier : l'EIP-7702, porté par Vitalik Buterin, qui introduit une forme inédite d'abstraction de compte, permettant aux portefeuilles externes de se comporter temporairement comme des smart contracts, avec des fonctions avancées de signature, d'automatisation et de récupération.

Cette mise à jour ne se limite pas à une refonte technique. Avec l'EIP-7251, le plafond de 32 ETH par validateur est désormais relevé à 2048 ETH, un changement qui facilite la gestion du staking institutionnel, tout en soulevant des inquiétudes sur la centralisation. Pectra introduit également un doublement de la capacité en blobs, réduisant encore les coûts des rollups et renforçant l'attractivité d'Ethereum face à ses concurrents L1. Ces changements positionnent le réseau pour accueillir à grande échelle les applications L2, sans compromettre sa sécurité.

【 AAVE FRANCHIT LES 25 MILLIARDS DE TVL 】

En juin 2025, Aave a franchi la barre des 25 milliards de dollars de valeur totale verrouillée (TVL), confirmant son retour en force au sommet de la finance décentralisée. La plateforme de lending cofondée par Stani Kulechov a vu ses dépôts doubler depuis le début de l'année. L'effet combiné de la montée des rendements on-chain, du regain d'appétit institutionnel pour les stratégies de revenu passif, et d'une meilleure intégration avec les Layer 2 (notamment Base et Arbitrum) a créé un nouvel élan autour du protocole.

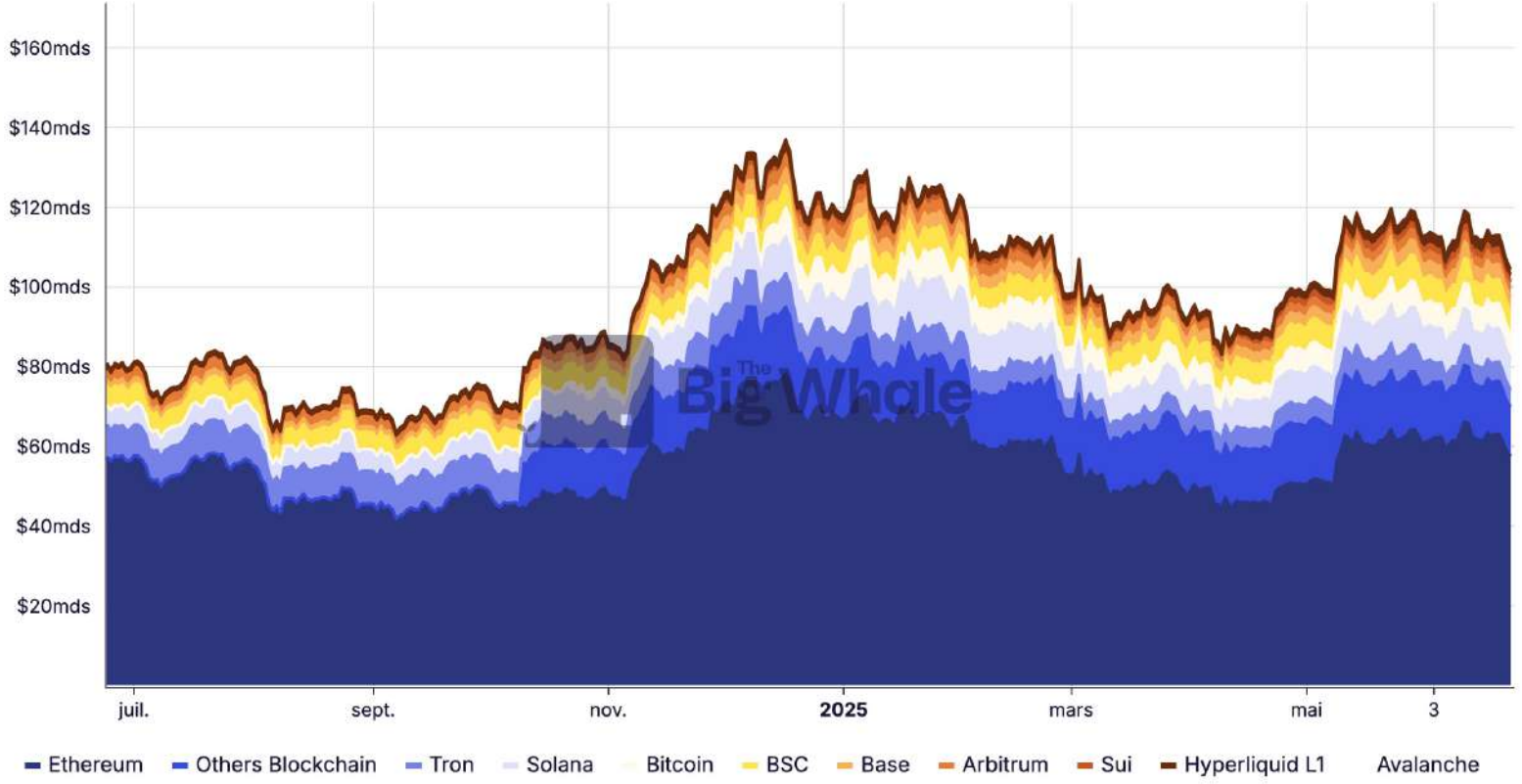
Mais cette progression n'est pas uniquement quantitative. Depuis plusieurs mois, Aave a renforcé sa proposition technique avec une architecture plus modulaire, l'intégration native du paiement de frais en stablecoins, et un meilleur isolement des risques par marché. La montée en puissance du stablecoin GHO, bien qu'encore limitée, participe aussi à ce repositionnement stratégique visant à faire d'Aave non seulement un prêteur décentralisé, mais une véritable infrastructure monétaire on-chain.

02

Part de marché

ETHEREUM CONFORTE SA PLACE DE LEADER EN TERMES DE VALEUR DÉPOSÉE (TVL)

02 ETHEREUM CONFORTE SA PLACE DE LEADER EN TERMES DE VALEUR DÉPOSÉE (TVL)_



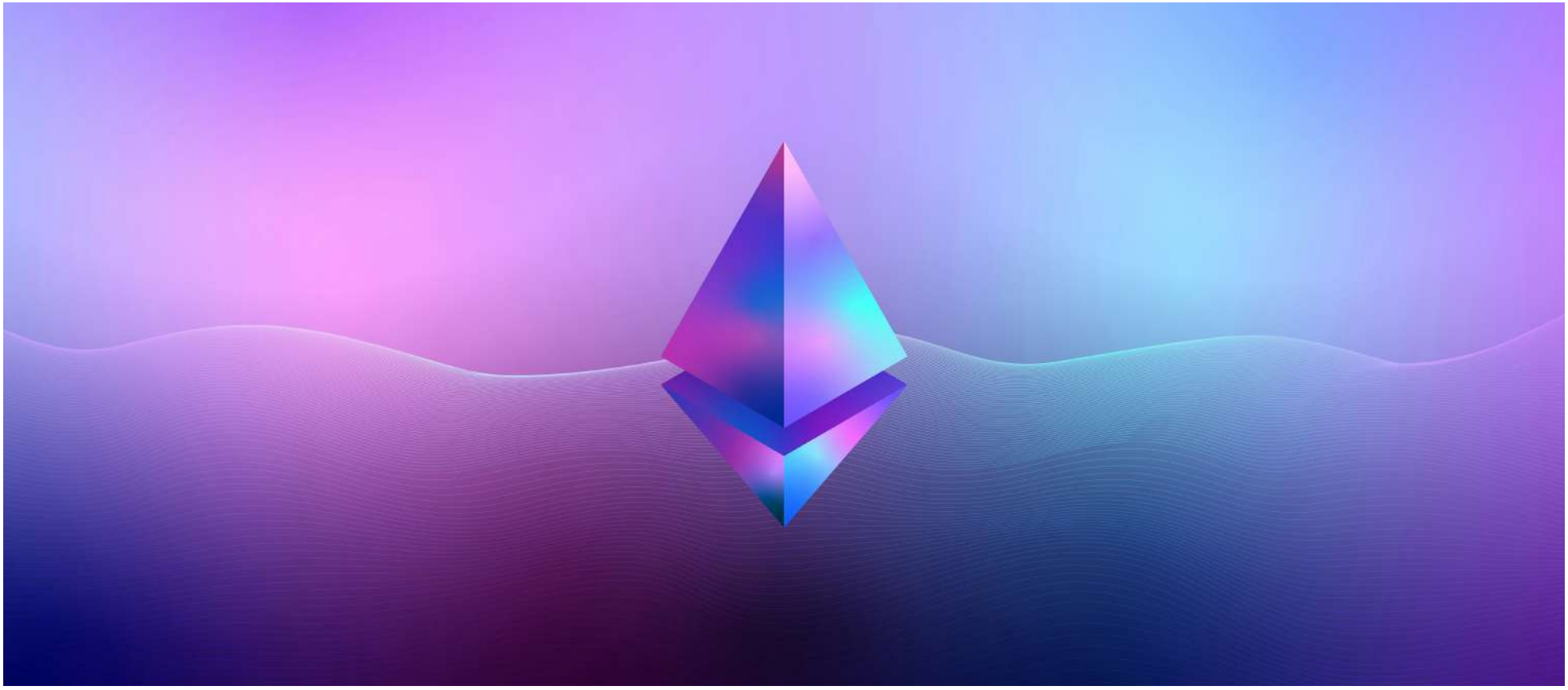
Source : Defillama

Ethereum démontre une suprématie continue en matière de valeur totale verrouillée (TVL) dans l'écosystème des blockchains. Depuis la montée fulgurante de la finance décentralisée (DeFi) en 2020, ce protocole s'est imposé comme l'épine dorsale de la finance on-chain, concentrant l'écrasante majorité des liquidités (plus de 60 milliards de dollars mi-2025). Même si des périodes de baisse ont marqué 2022 et 2023, dues notamment au recul des marchés crypto dans leur ensemble, la résilience d'Ethereum est manifeste : à chaque reprise, sa part de marché reste largement dominante, loin devant les autres blockchains.

Ses Layers 2 comme Arbitrum et Base gagnent en visibilité depuis 2024, témoignant d'un développement interne à l'écosystème Ethereum plutôt que d'une fuite vers des alternatives. Cette centralisation de la valeur sur Ethereum reflète un choix clair des développeurs et investisseurs : celui d'une infrastructure jugée plus sûre, plus mature, et mieux interconnectée avec les standards institutionnels.

02 ETHEREUM CONFORTE SA PLACE DE LEADER EN TERMES DE VALEUR DÉPOSÉE (TVL)_

La multiplication des cas d'usage (stablecoins, RWAs, lending, staking, etc.) se concentre sur Ethereum et ses solutions de scaling (L2). Malgré la rhétorique sur l'émergence d'un monde multi-chain, Ethereum reste le socle privilégié de la finance décentralisée. À l'heure où les régulateurs encadrent progressivement le secteur et où les institutions entrent sur le marché, ce positionnement renforce l'idée que, pour bâtir un produit financier on-chain crédible et pérenne, Ethereum est aujourd'hui incontournable.

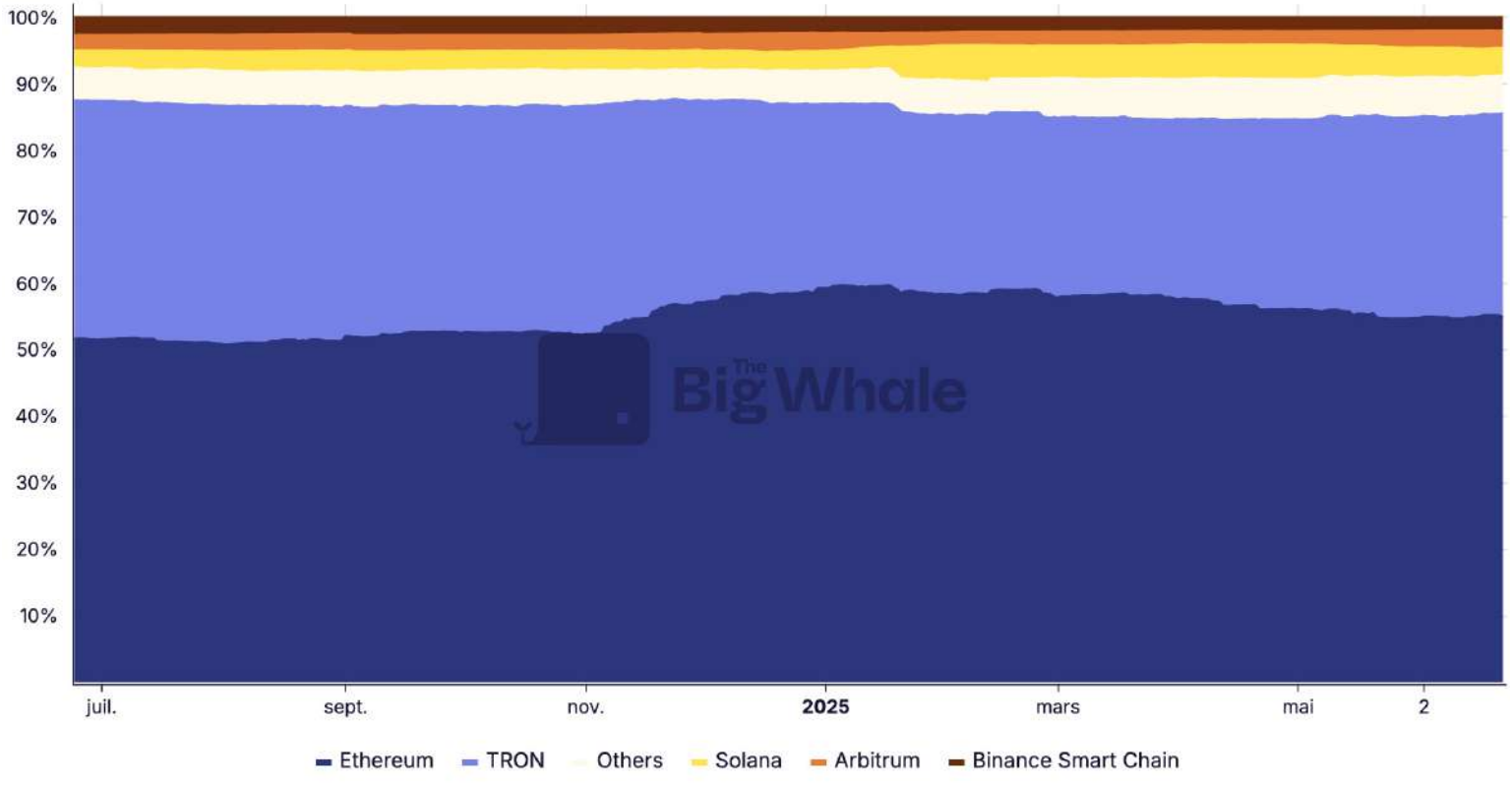


03

RWA

PLUS DE 50% DES RWAs SONT ÉMIS SUR ETHEREUM

03 PLUS DE 50% DES RWAs SONT ÉMIS SUR ETHEREUM_



Source : RWA.xyz

La répartition des actifs du monde réel (RWA) tokenisés entre les différentes blockchains est sans appel : Ethereum a historiquement dominé — et continue de dominer — le marché, bien que sa part relative ait diminué depuis 2022. Jusqu'en 2021, Ethereum concentrait quasiment 100 % des RWAs on-chain. Cette situation a commencé à évoluer à partir de 2022, avec l'émergence d'alternatives comme Tron, Solana, Binance Smart Chain ou encore Arbitrum.

Ces nouveaux entrants ont grignoté progressivement des parts de marché, réduisant la part d'Ethereum à environ 60 % à mi-2025.

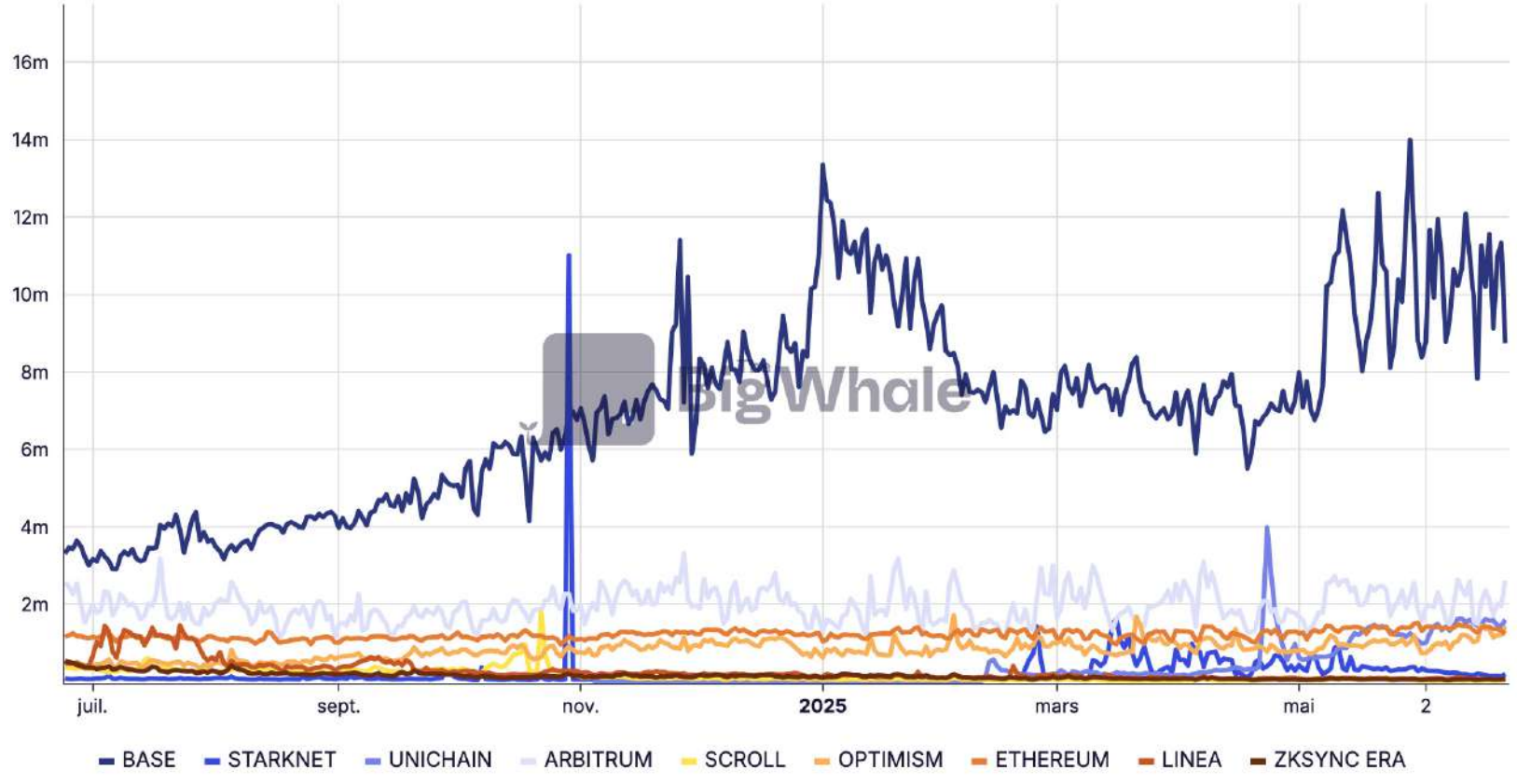
Mais malgré cette fragmentation, Ethereum reste la plateforme de référence pour la tokenisation des actifs financiers réels, notamment grâce à sa sécurité, sa liquidité et sa compatibilité avec les standards réglementaires. La progression des autres chaînes reste encore modérée, ce qui confirme que l'usage des RWA ne se déplace pas massivement mais s'étend en périphérie.

04

Layer 2

BASE S'IMPOSE COMME LE L2 DE RÉFÉRENCE

04 BASE S'IMPOSE COMME LE L2 DE RÉFÉRENCE_



Source : GrowThePie

Ce graphique illustre le nombre de transactions journalières sur Ethereum et ses principales solutions de scalabilité de type Layer 2 (L2). La domination de Base (en bleu foncé) est incontestable : ce projet développé par Coinbase affiche une croissance continue, avec un pic dépassant les 14 millions de transactions par jour fin 2025. Ce dynamisme tranche nettement avec les autres L2, qui évoluent dans une fourchette bien plus basse, souvent inférieure à 2 millions de transactions quotidiennes.

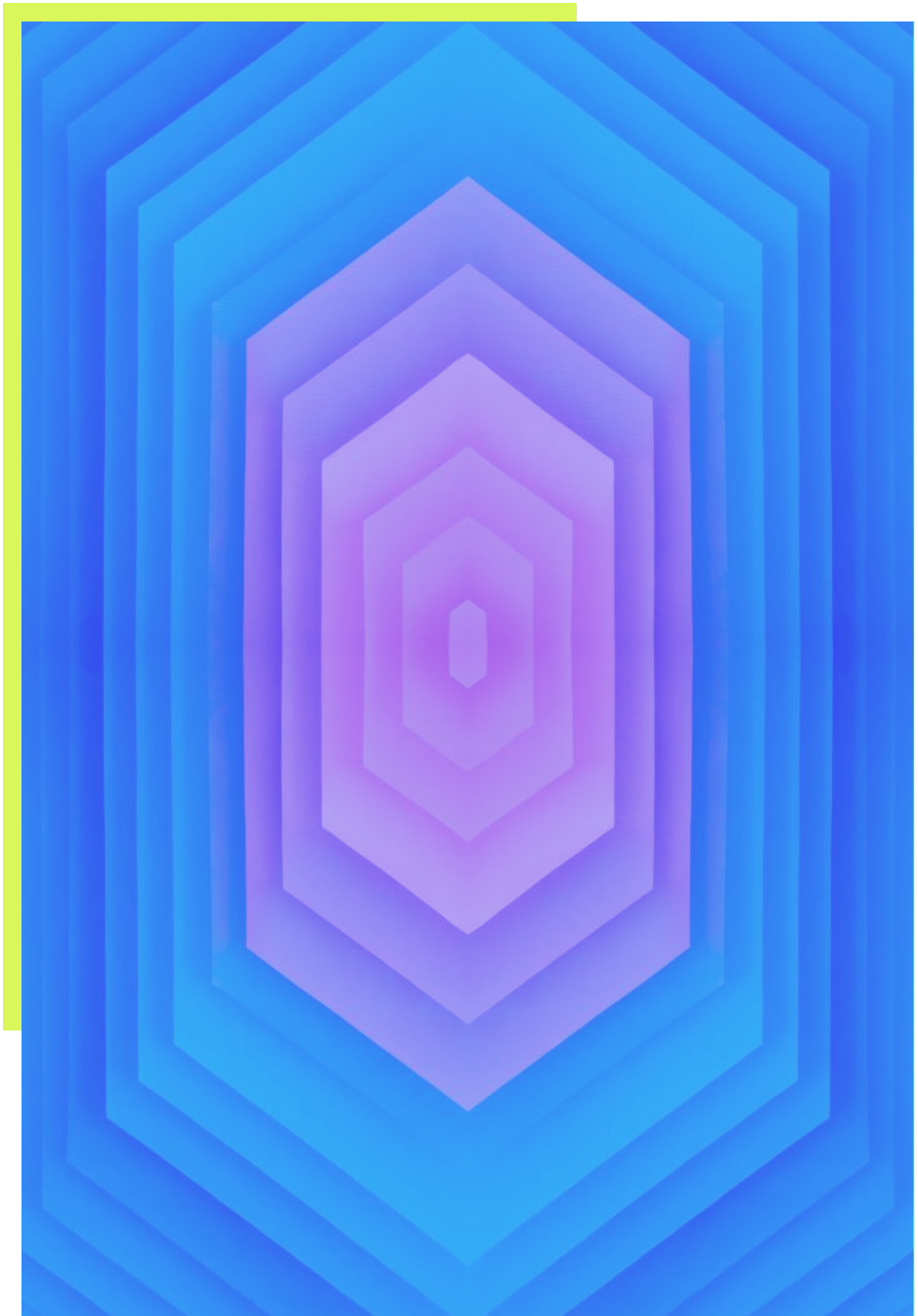
Cette tendance traduit plusieurs phénomènes : d'abord, la force de distribution de Coinbase, qui attire des millions d'utilisateurs vers son propre réseau ; ensuite, une stratégie claire d'onboarding grand public avec des frais faibles, une UX simplifiée, et des cas d'usage concrets (jeux, applications sociales, stablecoins). Base est ainsi devenu en moins d'un an la chaîne la plus active de l'écosystème Ethereum en volume de transactions.

04 BASE S'IMPOSE COMME LE L2 DE RÉFÉRENCE_

En comparaison, Optimism et Arbitrum, historiquement leaders des L2, conservent une activité soutenue mais stable, avec des courbes peu volatiles et sans pic de croissance comparable. Cela suggère une base d'utilisateurs plus orientée DeFi ou institutionnelle, moins propice à la viralité. Les autres L2 comme ZkSync Era, Starknet, Scroll ou Linea peinent à décoller, malgré des innovations techniques majeures, notamment autour des ZK rollups. Leur adoption reste limitée, en partie à cause de l'absence de catalyseurs externes aussi puissants que l'effet Coinbase.

Le réseau principal d'Ethereum reste quant à lui en retrait, avec un nombre de transactions quotidien bien inférieur aux L2, confirmant le basculement de l'activité vers les solutions de scalabilité. Ethereum devient ainsi un socle de règlement, tandis que les L2 absorbent l'activité transactionnelle.

Ce graphique valide donc une hypothèse centrale du modèle Ethereum : celui d'une architecture modulaire, où la couche de base assure la sécurité et la neutralité, et les couches supérieures (notamment Base) captent les usages mass market.



05

TradFi

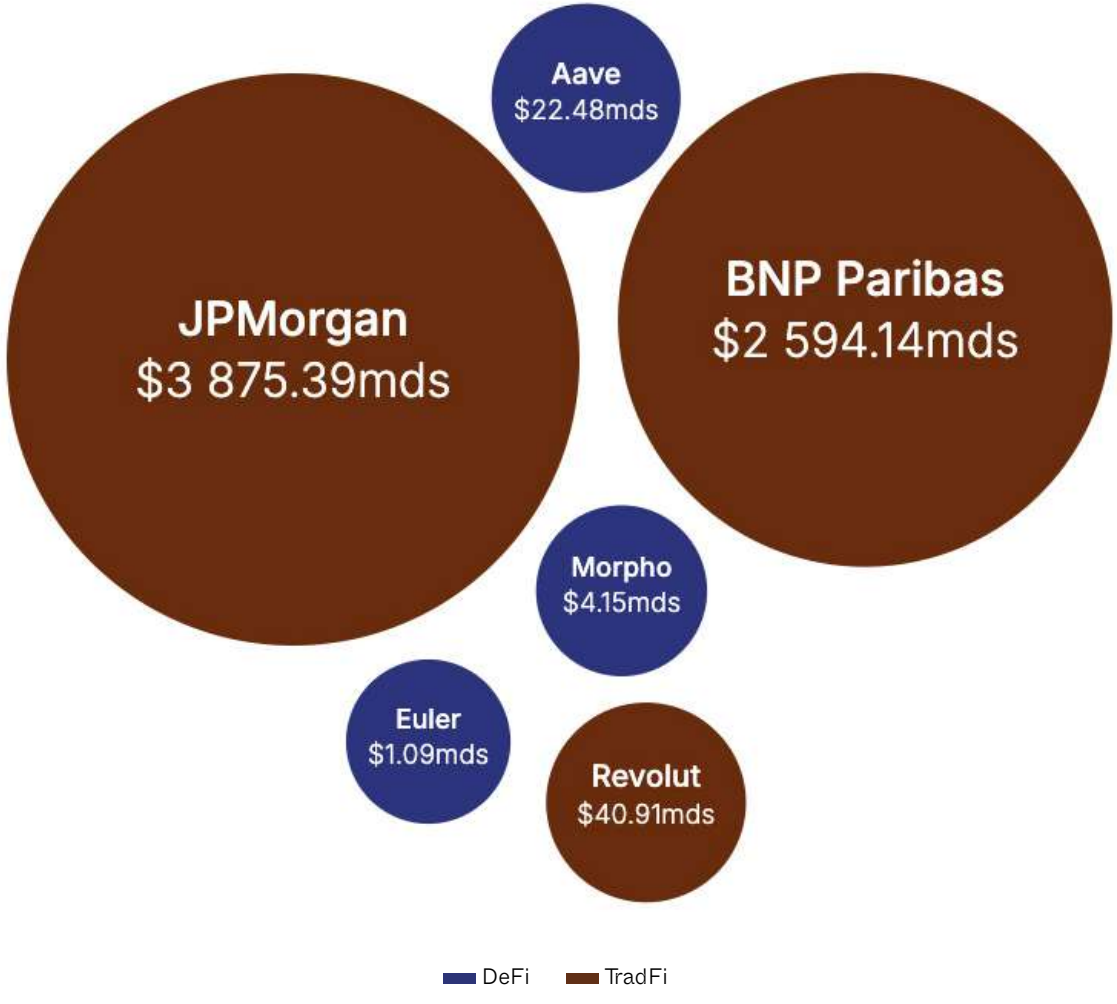
SES APPLICATIONS DeFi POURRONT BIENTÔT RIVALISER AVEC LES GRANDES NÉOBANQUES

05 SES APPLICATIONS DE FINANCE DÉCENTRALISÉE POURRONT BIENTÔT RIVALISER AVEC LES GRANDES NÉOBANQUES_

L'écart est encore important entre les encours gérés par les principales plateformes de finance décentralisée (DeFi) sur Ethereum et ceux des établissements bancaires traditionnels.

Les bulles représentant JPMorgan (3 875 milliards de dollars) et BNP Paribas (2 594 milliards de dollars) dominent largement la visualisation, rappelant l'échelle gigantesque de la finance traditionnelle. À l'inverse, les protocoles DeFi (bien que pionniers sur le plan technologique) opèrent encore sur des volumes très modestes : Aave atteint à peine 25 milliards de dollars, Morpho reste autour de 4 milliards, et Euler dépasse tout juste le milliard.

Cependant, une comparaison attire particulièrement l'attention : celle entre la DeFi et Revolut. Avec un encours de 40,91 milliards de dollars, la néobanque britannique représente un intermédiaire financier plus récent, qui a su capter une large clientèle grâce à une interface mobile et des services rapides. Or, la DeFi, dans son ensemble, s'approche désormais de ce seuil. Aave, à lui seul, gère plus de la moitié de ce montant.
Si l'on ajoute les volumes de Morpho, Euler ou d'autres acteurs émergents, la convergence devient tangible.



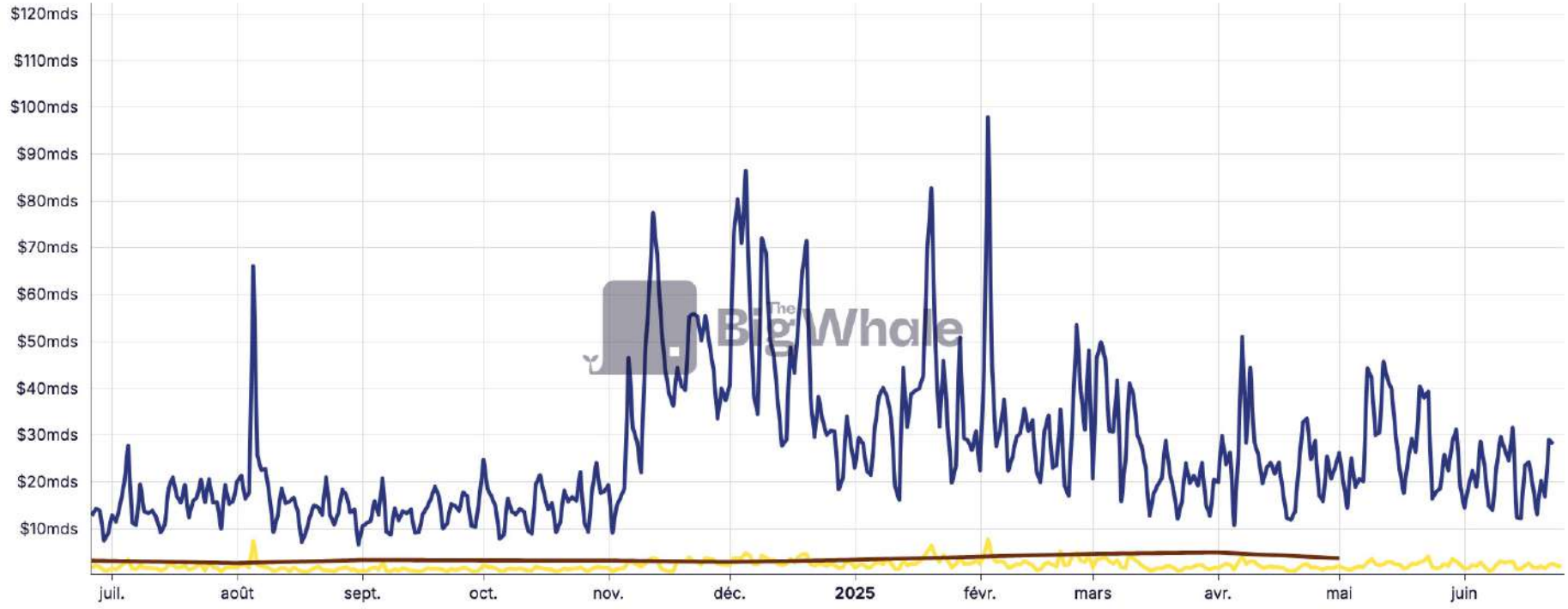
Source : The Big Whale

06

Usage

LES VOLUMES D'ÉCHANGE DES DEX RIVALISENT AVEC LES ACTEURS BOURSIERS HISTORIQUES

06 LES VOLUMES D'ÉCHANGE DES DEX RIVALISENT AVEC LES ACTEURS BOURSIERS HISTORIQUES_



Source : The Big Whale - Kaiko

Ce graphique compare les volumes quotidiens d'échange entre trois catégories de marchés : les CEX (exchanges crypto centralisés), les DEX (exchanges décentralisés sur Ethereum), et Euronext Paris, principal marché boursier français. L'analyse met immédiatement en évidencvve la prédominance des CEX en termes de liquidité, avec des pics réguliers dépassant les 70 milliards de dollars, en particulier autour de l'hiver 2024-2025, période marquée par une forte activité spéculative. Mais l'élément le plus frappant est la montée en puissance des DEX, qui opèrent on-chain sur Ethereum. Bien que leurs volumes soient encore bien inférieurs à ceux des CEX, ils rivalisent désormais avec Euronext Paris. À plusieurs reprises, les volumes traités par les DEX (ligne jaune) dépassent clairement ceux d'Euronext (ligne marron), dont les échanges quotidiens restent contenus sous la barre des 5 milliards de dollars. Ce croisement est symbolique : il montre que la finance décentralisée n'est plus marginale, et que les DEX, longtemps considérés comme expérimentaux ou peu fiables, atteignent des niveaux de liquidité comparables à ceux de bourses réglementées opérant depuis des décennies. Cela s'explique par une combinaison de facteurs : l'usage croissant des stablecoins, la liquidité profonde sur Ethereum et une adoption institutionnelle progressive.

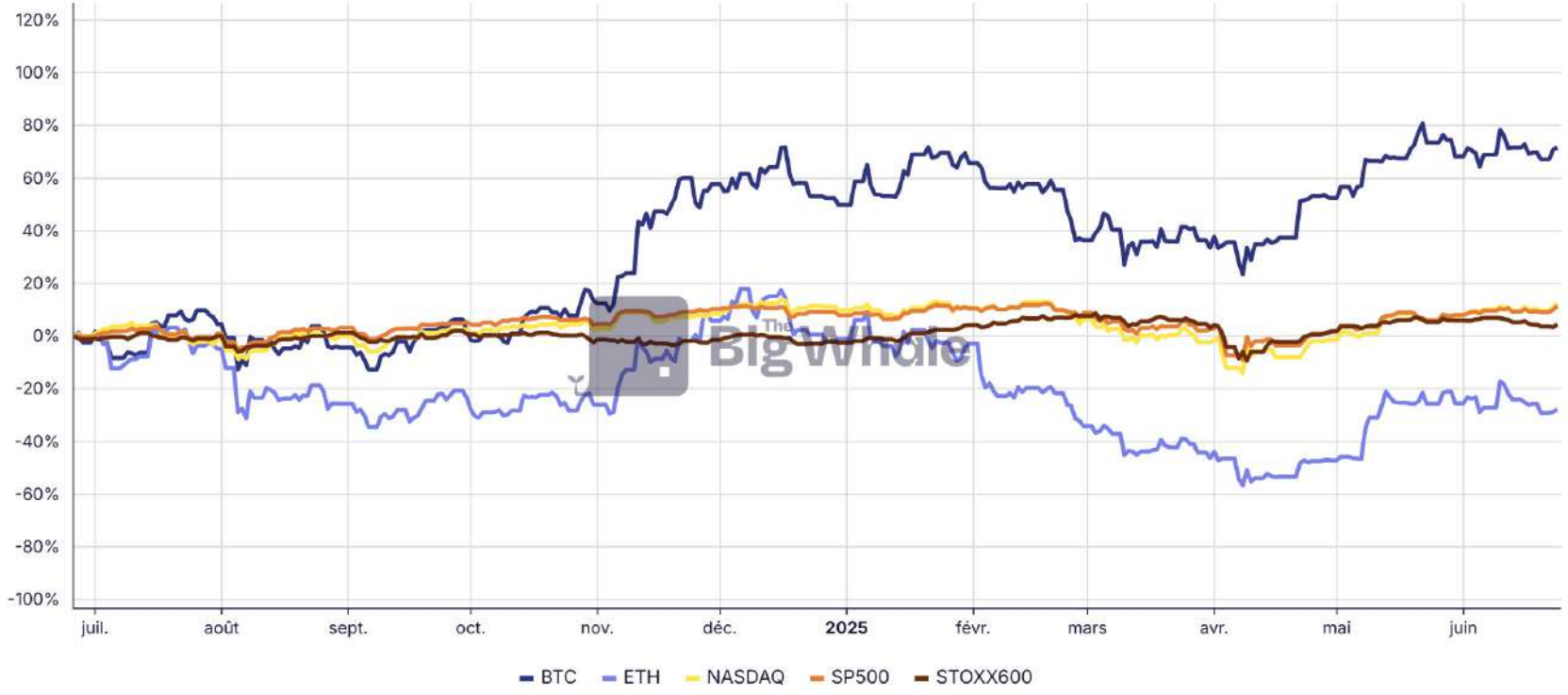
PS : Nous avons récolté les données d'Euronext Paris jusqu'au 1er mai 2025

07

Marché

SOUS-PERFORMANCE DU PRIX DE ETH PAR RAPPORT AUX GRANDES VALEURS TECHNOLOGIQUES

07 SOUS-PERFORMANCE DU PRIX DE ETH PAR RAPPORT AUX GRANDES VALEURS TECHNOLOGIQUES_



Source : The Big Whale

Le token ETH est en décrochage net par rapport aux autres actifs financiers, y compris ceux du secteur technologique (Nasdaq et STOXX600), pourtant souvent corrélés aux crypto-actifs. Alors que Bitcoin affiche une performance largement positive sur un an (+60 % environ), porté par le lancement des ETF spot et une forte demande institutionnelle, Ethereum sous-performe lourdement : il reste en territoire négatif pendant la majeure partie de l'année, avec une baisse qui atteint jusqu'à -40 % avant un léger rebond en mai. Cette divergence, visible à partir de novembre 2024, souligne une dissociation entre les deux principales cryptomonnaies, en dépit de leur historique de corrélation.

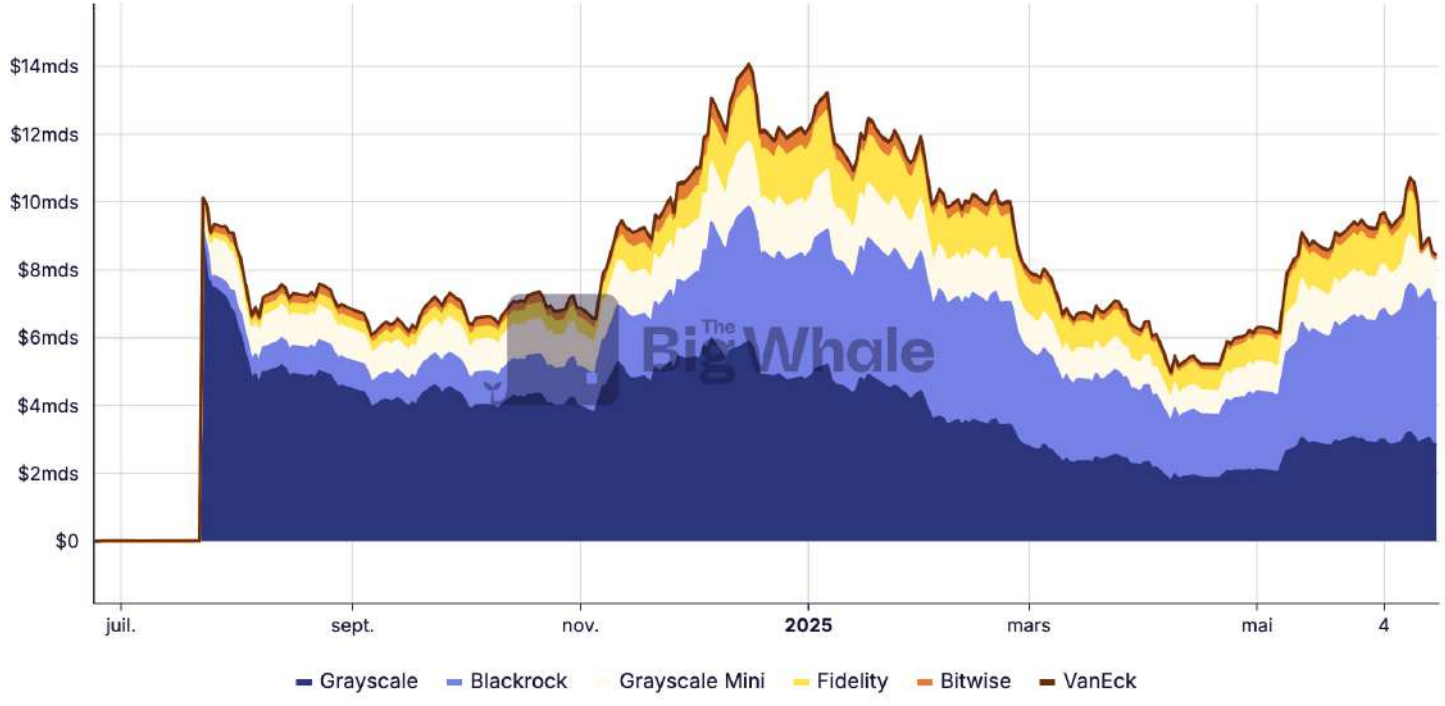
Cette sous-performance d'ETH questionne la solidité de ses fondamentaux économiques à court terme. Malgré une forte activité sur les Layers 2, la tokenisation des actifs réels, et des avancées technologiques notables, la dynamique de marché est en recul. Cela peut s'expliquer par une faible traction spéculative ou encore l'absence d'un catalyseur équivalent au narratif "ETF" dont bénéficie Bitcoin. Cela suggère qu'Ethereum n'est pas encore perçu aujourd'hui comme un actif de réserve ou un proxy technologique aussi puissant que BTC ou les grandes actions du Nasdaq, du moins du point de vue des investisseurs.

08

ETF

UN APPÉTIT MOINS FORT DES INSTITUTIONNELS POUR L'ETH

08 UN APPÉTIT MOINS FORT DES INSTITUTIONNELS POUR L'ETH_



Source : Issuers

L'évolution des actifs sous gestion (AUM) des ETF Ethereum depuis leur lancement en juillet 202 met en évidence une dynamique contrastée : après un démarrage en trombe porté par la conversion du Grayscale Ethereum Trust, les encours ont stagné plusieurs mois avant d'enregistrer une forte progression fin 2024, puis une correction, suivie d'un regain d'intérêt plus modéré au printemps 2025.

La première phase, à partir de juillet 2024, montre une montée brutale de l'AUM à près de 9 milliards de dollars, presque entièrement attribuable à Grayscale, dont le fonds existant a été transformé en ETF spot. Cette domination de Grayscale reste constante tout au long de la période, mais son poids relatif diminue légèrement avec l'entrée progressive d'acteurs comme BlackRock, Fidelity, Bitwise ou VanEck. Notamment entre novembre 2024 et janvier 2025, une vague haussière porte les AUM au-delà des 13 milliards de dollars, en partie liée à l'effet prix sur l'ETH et à une spéculation croissante autour du marché des ETF crypto.

À partir de février 2025, la courbe connaît une décrue marquée, traduisant une baisse du cours de l'Ether et un certain désengagement, probablement dû à la sous-performance d'ETH par rapport à BTC et à un manque de catalyseurs équivalents à ceux du Bitcoin (comme le narratif de réserve de valeur ou les flux macro-institutionnels). Mais depuis avril, les encours repartent à la hausse, de manière plus saine, suggérant une phase de consolidation du marché et un retour d'intérêt progressif pour Ethereum dans une optique plus structurelle.

The Big Whale

CE BRIEFING A ÉTÉ CONÇU PAR
LE SERVICE RECHERCHE DE
THE BIG WHALE

www.thebigwhale.io
Nous contacter : contact@thebigwhale.io