

Veckans tanke

tisdag 22 november 2022

Om FTX, spridningseffekter och framtiden för kryptoindustrin

Kollapsen för världens näst största kryptobörs FTX har sänt chockvågor genom kryptomarknaden och har i grunden skakat förtroendet för både kryptoföretagen och kryptovalutorna. Bitcoin har fallit till sin lägsta nivå på två år och spridningseffekterna av FTX till resten av kryptomarknaden ser ut bli stora. Däremot är kryptomarknaden fortfarande för liten och för svagt integrerad med resten av det finansiella systemet för att det ska ge mer än marginella effekter.



Johan Javeus
 Chefstrateg
 070-325 51 45
johan.javeus@seb.se
[@JohanJaveus](https://twitter.com/JohanJaveus)

Varför kraschade FTX?

Exakt vad som inträffat håller fortfarande på att nystas upp men den information som finns pekar på att problemen började med Sam Bankman-Frieds (SBF) kryptohedgefond Alameda Research som han startade 2017. Fonden tjänade sina första pengar på att utnyttja arbitragemöjligheter i marknaden eftersom det vid den tiden fanns betydande prisskillnader på kryptovalutor mellan USA och vissa länder i Asien.



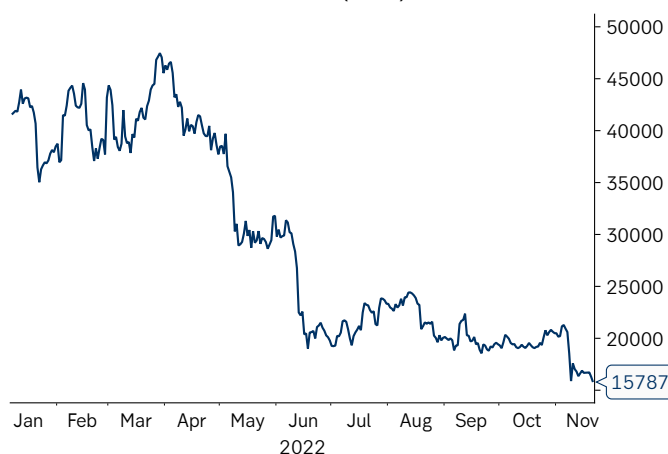
Två år senare 2019 startade SBF kryptobörsen FTX. Till skillnad från andra kryptohandelsplatser som främst riktade sig till privatpersoner så hade FTX som mål att erbjuda mer avancerade instrument som även skulle passa större och mer professionella investerare. Idén passade som hand i handske för många globala riskkapitalister och SBF lockade till sig mer än \$2 mdr i riskkapital från prominenta investerare som Sequoia Capital, BlackRock, Temasek, Softbank, Ontario Teachers' Pension Plan, m fl. Till en början utvecklades allting bra och FTX växte så det knakade i takt med att priserna på kryptovalutor hela tiden steg. På toppen uppskattades SBF:s personliga förmögenhet uppgå till enorma \$26 mdr.



Problemen började dock hopa sig under 2022 när kryptovalutor liksom många andra *risky assets* plötsligt befann sig i fritt fall mycket som en följd av att Fed tvingades höja räntorna i rekordsnabb takt för att få bukt med den skenande inflationen. SBF hade vi den här tiden installerat sin 28-åriga fd flickvän Caroline Ellison som vd för Alameda Research och både hedgefonden och FTX styrdes av en liten grupp oerfarna

personer med nära och inte sällan romantiska kopplingar till varandra. Hela ledningen bodde i samma stora villa på Bahamas där företagen också var baserade. I maj kom nästa kallduch när stablecoinet TerraUSD kollapsade vilket ledde till stora förluster för många kryptoinvestorer. TerraUSD var ett sk syntetiskt stablecoin där värdet skulle hållas stabilt mot dollarn med hjälp av algoritmer (till skillnad från de flesta stablecoins som i stället backas av dollarreserver 1:1). Få investerare hade beredskap för att TerraUSD skulle kunna falla i pris och när så ändå skedde blev resultatet inte bara stora utan dessutom helt oväntade förluster som skapade stora hål i många investerares balansräkningar. Ett av de företag som drabbades hårt var Alameda Research. De nära kopplingarna till FTX hade dessutom lett till att Alameda Research valt att investera stora delar av sina tillgångar i FTX egen kryptovaluta FTT. FTT hade skapats av FTX som ett sätt att ge sina kunder tillgång till olika typer av förmåner som rabatter på courtage mm. FTT handlades aktivt som andra kryptovalutor och hade som mest ett pris på nästan \$80 för ett drygt år sedan.

Bitcoin (USD)



En annan stor innehavare av FTT var världens största kryptobörs Binance. Binance hade varit en av de tidiga investerarna i FTX men efter en mycket infekterad konflikt med SBF hade man valt att sälja tillbaka sin andel för drygt \$ 2 mdr. Av köpeskillingen var \$ 580 miljoner i FTT som Binance fortfarande ägde. I samband med att Binance fick veta om att Alameda Research hade problem och att de dessutom ägde en stor mängd FTT valde Binance att meddela att man tänkte börja dumpa sina FTT i marknaden. Priset på FTT kraschade vilket ytterligare förvärrade läget för Alameda Research (i skrivande stund handlar FTT på \$ 1,3, 98% ner från toppen). Några turbulenta dagar följde där Binance först gått ut med att man skulle ta över FTX men sedan tvingades backa efter att hålen FTX balansräkning visat sig vara mycket större än man trott (uppskattningsvis \$ 8 mdr). I samma veva uppdagades det dessutom att FTX i strid med alla regler lånat ut sina kunders tillgångar för att stötta Alameda Research. Det blev också startskottet för de amerikanska myndigheterna att meddela att de skulle inleda en utredning. Misstankarna om oegentligheter satte också stopp för alla möjligheter för FTX att hitta en ny köpare. Som lök på laxen drabbades också FTX av en hackerattack mindre än ett dygn efter att konkursen var ett faktum där \$372 miljoner dollar av kundernas kryptovaluta stals. Den stulna kryptovalutan har sedan flyttats och växlats i flera steg mellan olika valutor och blockkedjenätverk med troligt syfte att göra bytet omöjligt att spåra.

Även om alla fakta ännu inte är kända får man ändå konstatera att det är en skandal av gigantiska proportioner som har rullats upp och många drar paralleller med energihandelbolaget Enrons kollaps 2001 eller Bernie Madoff-skandalen 2008. Nyttillträdda vd:n på FTX John Ray III som är tillsatt för att reda ut konkursen (och som även var ansvarig för att reda ut Enrons konkurs) beskrev efter han tagit över FTX det hela på följande sätt:



“Never in my career have I seen such a complete failure of corporate controls and such a complete absence of trustworthy financial information as occurred here... From compromised systems integrity and faulty regulatory oversight abroad, to the concentration of control in the hands of a very small group of inexperienced, unsophisticated and potentially compromised individuals, this situation is unprecedented.”

Framöver väntar en komplicerad konkurs och med största sannolikhet också en juridisk process mot ledningen för FTX. SBF och flera i ledningen sitter nu i en slags husarrest på Bahamas men exakt vad som hänt och vem som gjort sig skyldig till vad och huruvida det begåtts brott kommer den framtida utredningen att få visa.

Spridningseffekter i kryptomarknaden

Kollapsen kommer sannolikt innebära att FTX närmare en miljon kunder förlorar merparten av sina pengar. Eftersom FTX haft ambitionen att bli något av en företagarebank för kryptoindustrin är det inte bara privatpersoner utan det finns också många mer sofistikerade kunder och företag bland förlorarna. Kryptoindustrin är fortfarande relativt liten och kopplingarna mellan olika kryptoinvestorer och projekt är omfattande och därtill globala. Som illustration så har bara de två företagen i händelsernas centrum, FTX och Alameda research, tillsammans investerat i mer än 250 olika kryptoföretag. Detta ökar i sig riskerna för spridningseffekter.

Den pågående björnmarknaden för kryptovalutor, alla förtröendeproblem tillsammans med en allmän likviditetsåstramning i spåren av högre räntor har också minskat aptiten hos externa investerare att gå in med nytt kapital i kryptoindustrin.

Att ingen i dagsläget vet vem som riskerar att falla härnäst ökar också riskerna för spridningseffekter. Redan har ett antal kryptoföretag med kopplingar till FTX drabbats av likviditetsproblem och varit tvungna att pausa uttag från sina kunder och risken är stor att listan av företag som har problem kommer att växa. Sammantaget talar det för att vi kommer att få se fler konkurser bland kryptoföretag under de kommande veckorna innan dammet lägger sig och FTX-kollapsen kan läggas till handlingarna.

Kryptovärldens grundproblem är att det saknas en centralbank som i stressade lägen kan gå in och tillföra likviditet och agera som en "lender of last resort". Det var just den typen av massiva likviditetsinjektioner från många centralbanker som räddade det globala banksystemet från att kollapsa efter Lehmankraschen 2008. Den lösning som många kryptoföretag nu verkar välja för att försöka begränsa för spridningseffekter är att vara så transparenta som möjligt. Genom att öppet gå ut och visa att man har tillräckligt med reserver för att täcka sina kunders fordringar försöker man lugna marknaden. Huruvida detta kommer räcka är dock högst oklart.

Spridningseffekter till resten av ekonomin?

Även om spridningsriskerna från FTX-kraschen är stora på kryptomarknaden och vi troligen inte sett slutet än så finns goda skäl att anta att effekterna på resten av ekonomin kommer vara små. Det är också erfarenheten från andra krascher och problem som drabbat kryptomarknaden genom åren. Kryptomarknaden är fortfarande för liten och för svagt integrerad med resten av det finansiella systemet för att det ska leda några stora spridningseffekter.

Undertecknad kan ändå se ett par kanaler där kryptomarknaden kan påverka det vanliga finansiella systemet. Det ena har att göra med stablecoins som USDC och USDT. Det är kryptovalutor som till skillnad från t ex bitcoin är peggade till dollarn. Till exempel garanteras värdet för USDC genom att för varje USDC som skapas så placeras en vanlig dollar som reserv på ett konto i en amerikansk bank eller i något annat amerikanskt värdepapper med hög kreditvärdighet och likviditet. Dessa värdepapper är samma typ av tillgångar som vanliga amerikanska penningmarknadsfonder investerar i. Om det blir ett stort säljtryck där många kryptoinvestorer vill växla sina stablecoins tillbaka till vanliga dollar igen kommer alltså en del av dessa värdepapper behöva säljas i marknaden. Enligt kryptodataföretaget Coinmarketcap finns det motsvarande \$145 mdr placerade i stablecoins. Det beloppet ska dock ställas i relation till att det i slutet av oktober 2022 fanns \$5 131 mdr placerade i amerikanska penningmarknadsfonder. Stablecoins utgör alltså storleksmässigt mindre än 3% av tillgångarna i penningmarknadsfonder. Därtill är inte heller alla stablecoins placerade i värdepapper utan en del finns på vanliga bankkonton. Även om turbulensen fått många investerare att välja att helt lämna kryptomarknaden har det samtidigt fått andra kryptoinvestorer att sälja vanliga kryptovalutor och i stället köpa stablecoins. Jämför man market cap för de två största stablecoinen USDT och USDC så har det ännu inte skett några stora nettoutflöden.

USDT & USDC market cap 2022 (mdr USD)			
	01-Nov	21-Nov	Diff
USDT	67.0	65.8	-1.2
USDC	43.7	44.6	0.8

En annan kanal för möjliga spridningseffekter är till de branscher och bolag där många av investerarna också kan förmodas vara kryptoinvesterare. Den gruppen av investerare skulle kunna bli tvungna att likvidera andra tillgångar för att täcka förluster man gjort på FTX och kryptomarknaden i stort. Bolag som har en stor del av sin verksamhet nischad mot kryptovalutor drabbas naturligtvis också negativt av de förtroendeproblem som FTX-kraschen orsakat för hela kryptoindustrin. "Meme stocks" som småsparabörsen Robinhood är ett exempel på en sådan aktie som också föll kraftigt som en följd av FTX-kraschen.

Samtidigt ska man inte överdriva den här typen av spridningseffekter. Att kryptovalutor har fallit kraftigt i värde under nästan ett års tid har antagligen fått många investerare att lämna krypto redan innan FTX-kraschen. De som fortfarande är kvar lär har tagit höjd för fler besvikelser och anpassat sina risker därefter. Allt sammantaget gäller nog fortfarande slutsatsen att spridningseffekter från krypto till resten av ekonomin och de traditionella finansmarknaderna kommer att vara små.

Hur påverkas framtiden ut för kryptoindustrin?

Det är viktigt att framhålla att det som inträffat med FTX inte beror på något tekniskt fel med blockkedjeteknologin eller med kryptovalutorna i sig. I grunden handlar det i stället om en kombination av försämrade marknadsutsikter och för dålig övervakning och kontroll som möjliggjort att ledningen för FTX kunnat ta alltför stora risker och därefter också kunnat begå allvarliga regelöverträdelser för att försöka täcka de förluster som uppkommit.

FTX, Binance med flera är alla exempel på centraliserade kryptobörs (CeFi). De befinner sig i gränlandet mellan traditionella finansföretag (TradFi) och helt decentraliserade marknadsplatser (DeFi). Problemet är att trots att CeFi-företag på många sätt liknar och fungerar som vanliga banker eller börser och är utsatta för liknande risker så saknar de merparten av de regelverk och den övervakning som traditionella finansföretag är föremål för.

Den andra vägen är i stället att dagens CeFi-företag blir hårdare reglerade och mer noggrant övervakade. Arbetet för att åstadkomma det pågår i både Europa och i USA men det tar sin tid. I USA bestämde president Biden i våras att en plan ska tas fram för att göra kryptoindustrin säkrare för kunderna och samtidigt ge möjligheter för kryptoföretag att växa och utvecklas. Tyvärr har processen dragit ut på tiden och det blir inte lättare av att det pågår en kamp mellan olika federala myndigheter om vem som ska få ansvaret för att reglera och övervaka kryptoindustrin. Vad gäller regleringar så ska man inte heller underskatta de kunskapsmässiga utmaningar som kommer av att kryptoregleringar är en rätt komplex materia som många av kongressledamöterna har haft svårt att sätta sig in i. I EU har ett beslut om MICA-regelverket (Markets In Crypto Assets) försenats till februari 2023 just som följd av frågans stora komplexitet.

Förhoppningsvis kan kollapsen för FTX bidra till att kryptoregleringar kommer högre upp på dagordningen så att bättre regelverk och striktare övervakning kan komma på plats snabbare. Parallellt har det också redan startat en självsanering inom branschen där investerare och kunder brända av FTX-kraschen framöver kommer kräva mycket bättre säkerhet och större transparens från kryptoföretagen för att garantera att inget liknande händer igen.

Är det som hänt början på slutet för kryptovalutor?

Att FTX-kraschen skulle vara början på slutet för krypto är det få som tror trots att det som hänt av många beskrivs som den största kraschen i kryptomarknadens drygt 10-åriga historia. Tvärtom så fortsätter industrin och den bakomliggande tekniken att utvecklas och de möjliga användningsområdena för blockkedjetekniken är många och kryptovalutor är nödvändiga för att kunna bygga och utveckla många andra blockkedjebaserade tjänster. FTX-kraschen är utan tvivel ett stort bakslag som det kommer att ta lång tid för branschen att återhämta sig ifrån. Samtidigt är det inte heller den första kraschen och kryptoinvesterare är (tyvärr) inte helt ovana vid den här typen av problem.



För att framöver få ordning på de finansiella riskerna i kryptovärlden finns i huvudsak två vägar. Den ena är att industrin rör sig mot att bli helt decentraliserad (DeFi) så att dålig övervakning, bristande regelefterlevnad eller i värsta fall brottsliga beslut tagna av människor ersätts av algoritmer som alltid garanterar hundra procentig regelefterlevnad. Problemet med den vägen är att riskerna inte helt försvinner eftersom inte heller algoritmerna är felfria vilket hackare kan och har utnyttjat under senare år i takt med att DeFi vuxit. Därtill kommer problemet att DeFi-banker är notoriskt svåra för myndigheterna att övervaka vilket ger upphov till andra sorters risker som penningtvätt och terrorfinansiering.