

ACHETEURS DE BITCOINS: LA PRUDENCE EST DE MISE

Il ressort de l'analyse des fonctions d'une monnaie que les cryptomonnaies doivent être considérées comme un instrument d'investissement, plutôt que comme une alternative à une monnaie fiduciaire. Depuis le début de 2020, les corrélations sont plus élevées entre le bitcoin, le cuivre, les actions et, surtout, les points morts d'inflation. L'ampleur des variations du cours du bitcoin témoigne des vagues spéculatives à l'œuvre, portées par les achats sur momentum et les anticipations extrapolées d'appréciation du cours. Lorsque la valeur fondamentale d'un instrument est très difficile, sinon impossible, à déterminer et que les variations du cours à court terme sont un multiple de celles observées sur les marchés actions, la prudence est de mise.

Jeudi 11 mars, un fichier jpeg réalisé par Beeple, un artiste numérique, s'est vendu chez Christie's USD 69,3 millions¹. Avant la mise aux enchères, la maison de vente avait annoncé qu'elle acceptait le paiement en Ethereum, une cryptomonnaie dont le cours (exprimé en dollars), à l'instar du bitcoin, s'est récemment spectaculairement apprécié.

Cet événement soulève d'intéressantes questions sur le marché de l'art, l'utilisation des cryptomonnaies, l'influence de l'appréciation des cryptomonnaies sur le prix des actifs réels – œuvres d'art, voitures de collection, biens immobiliers, etc. – ainsi que sur une possible corrélation avec les actifs financiers. Depuis leur lancement, la question de savoir si les cryptomonnaies possèdent les trois fonctions des monnaies classiques fait débat.

La première, la fonction d'unité de compte, suscite un certain scepticisme. L'utilisation d'une cryptomonnaie, parallèlement à une monnaie classique comme l'euro ou le dollar, obligerait les commerçants à afficher leurs prix dans les deux monnaies. Or, la forte volatilité du cours du bitcoin, par exemple, en dollars américains impliquerait des variations quotidiennes des prix des produits. Les consommateurs pourraient aussi avoir du mal à interpréter les prix en bitcoin, qui se présenteraient avec de nombreuses décimales après la virgule pour les petits articles. Actuellement, un bitcoin correspond à 47 535 euros, de sorte qu'un café d'une valeur de 3 euros serait affiché au prix de 0,000063 bitcoin, qui est difficile à interpréter.

Concernant la deuxième fonction, celle de moyen d'échange, il est peu probable qu'elle devienne le principal déterminant du développement des cryptomonnaies. Après tout, elles doivent être achetées avant le règlement d'un achat. Ainsi, pour effectuer ce type d'opérations de manière récurrente, il faut gérer des soldes en cryptomonnaies, ce qui pose la question de la qualité de ces monnaies en tant que réserve de valeur. Cette troisième fonction comporte deux aspects : l'aspect sécurité – les cryptomonnaies sont-elles détenues dans un lieu numérique sécurisé ? – et l'aspect économique. Concernant ce dernier, une réserve de valeur appropriée signifie que le panier de biens et services pouvant être achetés est stable dans le temps. Pour une monnaie classique, cela suppose une inflation basse et prévisible – d'où l'accent mis par les banques centrales sur le ciblage de l'inflation pour

ancrer les anticipations d'inflation – de sorte que l'érosion du pouvoir d'achat puisse, dans une large mesure, être aisément couverte à l'aide d'obligations de qualité². Le cours réel du bitcoin – soit le ratio entre son cours en USD et l'indice américain des prix à la consommation – a connu de fortes fluctuations ces dernières années ; autrement dit, le panier de biens et services pouvant être achetés au moyen d'un nombre donné de bitcoins connaît des variations considérables. Cela signifie que les ménages qui utiliseraient le bitcoin comme principale réserve de valeur seraient confrontés à un immense risque de consommation, à savoir celui de ne pas être en mesure d'acheter le panier de consommation normal. Le bitcoin ou « l'or numérique », comme on le désigne parfois, n'est pas une bonne couverture contre l'inflation, à l'instar du métal jaune. « *En temps 'normal', l'or ne semble pas être une bonne couverture contre l'inflation réalisée ou non anticipée à court terme. Le métal précieux peut très bien agir comme une couverture contre l'inflation à long terme. Cependant, le*

² Les obligations nominales peuvent servir de protection contre l'inflation attendue tandis que les valeurs indexées sur l'inflation peuvent être utilisées comme un moyen de protection contre l'inflation non anticipée. Avec une politique monétaire très accommodante, l'intérêt des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation comme outils de couverture contre l'inflation est limité, voire nul.

COURS DU BITCOIN EN USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

¹ « *JPG file sells for \$69 million, as 'NFT mania' gathers pace* », New York Times, 11 mars 2021.

” L'ampleur des variations du cours du bitcoin témoigne des vagues spéculatives à l'œuvre, portées par les achats sur momentum et les anticipations extrapolées d'appréciation du cours.



long terme peut dépasser l'horizon d'investissement d'un investisseur ou son espérance de vie »³. Sauf à considérer que nous sommes à la veille d'une phase d'inflation galopante – ce qui ne correspond pas au signal envoyé par les marchés financiers ni aux indicateurs de l'inflation attendue, basés sur les enquêtes – la couverture du risque d'inflation peut s'effectuer à l'aide des produits de taux traditionnels.

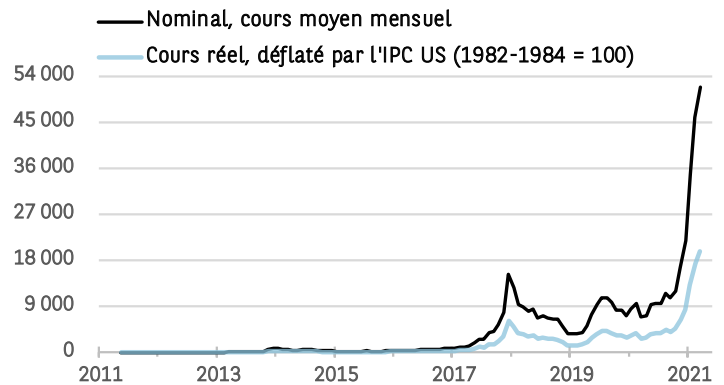
Ainsi qu'il ressort de l'analyse des fonctions d'une monnaie, les cryptomonnaies doivent être considérées comme un instrument d'investissement, plutôt que comme une alternative à une monnaie fiduciaire. Cependant, considérant que, contrairement aux actions et aux obligations, elles n'offrent pas un droit sur les *cash-flows* futurs, leur cours actuel dépend exclusivement du cours attendu auquel elles seront achetées ou vendues à une date future.

Il est très difficile de répondre à la question des facteurs déterminant ces anticipations de cours. La recherche montre qu'il n'existe quasiment aucune corrélation entre le taux de change bitcoin/USD et celui de l'euro, du yen et du franc suisse par rapport au dollar⁴. En d'autres termes, les facteurs déterminant le cours du bitcoin se distinguent de ceux des monnaies traditionnelles. Cela montre également que les variables macroéconomiques traditionnelles ne jouent pas un rôle significatif, sinon les corrélations auraient été plus fortes. Pour une analyse plus détaillée, nous présentons au Tableau 1 la corrélation entre les variations hebdomadaires du cours du bitcoin en USD, du S&P500, du rendement des *Treasuries* à 10 ans, du rendement des obligations américaines à haut rendement, des points morts d'inflation aux États-Unis – écart entre le rendement des obligations nominales et celui des obligations indexées sur l'inflation – et du cours du cuivre. La partie triangulaire supérieure de la matrice illustre les corrélations depuis le début de 2017. Il existe une certaine corrélation entre le cours du bitcoin, d'une part, les actions et points morts d'inflation, de l'autre. Les autres corrélations avec le bitcoin sont très faibles. Il est intéressant de noter, comme le montre la partie inférieure, que les

³ *The golden dilemma*, Claude B. Erb and Campbell R. Harvey, NBER Working Paper 18706, janvier 2013.

⁴ *Is bitcoin a real currency? An economic appraisal*, David Yermack, NBER Working Paper 19747, December 2013. Les corrélations ont été calculées pour la période allant du 19 juillet 2010 au 21 mars 2014.

COURS DU BITCOIN EN USD, NOMINAL ET RÉEL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV COIN METRICS, BNP PARIBAS

corrélations sont plus élevées depuis le début de 2020 entre le bitcoin, le cuivre, les actions et, en particulier, les points morts d'inflation. Cela indiquerait que les investisseurs se tournent vers le bitcoin lorsque les anticipations d'inflation sont en hausse. Il se pourrait aussi que les fluctuations du sentiment des investisseurs jouent également un rôle, entraînant un renforcement de la corrélation avec les actions. Cependant, l'ampleur des variations du cours du bitcoin témoigne des vagues spéculatives à l'œuvre, portées par les achats sur *momentum* et les anticipations extrapolées d'appréciation du cours. L'intérêt manifesté par les médias (sociaux) peut renforcer cette dynamique, ainsi que le développement d'instruments financiers, tels que les fonds négociés en bourse (ETF), les contrats à terme (futures) et les options, qui facilitent la prise de positions. Lorsque la valeur fondamentale d'un instrument est très difficile, sinon impossible, à déterminer et que les variations du cours à court terme sont un multiple de celles observées sur les marchés actions, la prudence doit être de mise au moment de constituer et de gérer une exposition.

William De Vijlder

MATRICE DE CORRÉLATION

Données depuis début 2017

	Bitcoin en USD	S&P500	Rendement du bon du Trésor US 10 ans	Rendement <i>high yield</i> US	Inflation <i>breakeven</i> US	Cuivre
Prix du bitcoin en USD, variation hebdomadaire en %	1	0,187	0,017	-0,078	0,187	0,058
S&P500, variation hebdomadaire en %	0,374	1	0,241	-0,708	0,564	0,387
Rendement du bon de Trésor US 10 ans, variation hebdomadaire en points de base	0,081	0,174	1	-0,036	0,357	0,186
Rendement des obligations <i>high yield</i> US, variation hebdomadaire en pdb	-0,153	-0,758	0,007	1	-0,423	-0,410
Inflation <i>breakeven</i> sur base des obligations indexées à 10 ans, variation hebdomadaire en points de base	0,413	0,631	0,196	-0,444	1	0,338
Prix du cuivre (LME), variation hebdomadaire en %	0,168	0,466	0,140	-0,530	0,327	1

TABLEAU 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change