

Bitcoin : l'absence d'une valeur objective alimente la spéculation

Crises et incertitudes profitent au Bitcoin. La raréfaction de l'offre est programmée. Le Bitcoin n'est pas une monnaie mais un actif. La troisième bulle spéculative s'intensifie. Eclatement en 2018 ?

Points clés

- Black Friday et Cyber Monday poussent le Bitcoin à 10'000 USD
- 300'000 nouveaux utilisateurs sur la plateforme Coinbase juste avant le weekend de Thanksgiving
- La mystérieuse « success story » du Bitcoin
- Des utilisateurs avant tout motivés par le caractère dérégulé du Bitcoin
- Crises et incertitudes profitent au Bitcoin
- Pas besoin d'être un expert pour spéculer
- Technologie « Blockchain » et minage
- Algorithme organisant la raréfaction de l'offre
- L'éclatement de la troisième bulle spéculative du Bitcoin est programmé

Black Friday et Cyber Monday poussent le Bitcoin à 10'000 USD

Coinbase, l'une des plus importantes plateformes d'échange de Bitcoin, a révélé que 300'000 nouveaux utilisateurs avaient rejoint la plateforme juste avant le weekend de Thanksgiving. Leur nombre total atteint désormais 13.3 millions d'utilisateurs, soit près de 3 millions de plus qu'en septembre. En seulement un an, le nombre d'utilisateurs aurait ainsi triplé. L'application mobile permettant d'échanger des Bitcoins approche le tiercé de tête des applications financières téléchargées.

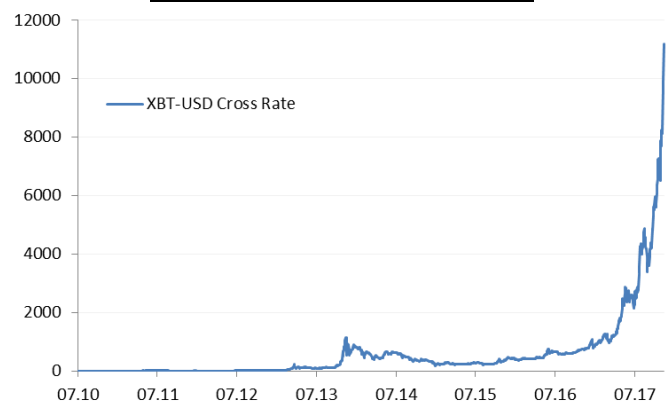
Le Bitcoin est désormais populaire et de plus en plus utilisé comme moyen de paiement pour le commerce en ligne aux Etats-Unis. Mais cela ne signifie pas pour autant qu'il a obtenu un statut réel de monnaie.

Son instabilité et sa volatilité sont à ce propos tout à fait opposés à la définition même des critères essentiels d'une monnaie légale.

L'élargissement de la base d'utilisateurs devrait pourtant être un facteur positif soutenant la demande de Bitcoin. Elle explique peut-être l'accélération des cours observée ces derniers jours, qui ont permis au Bitcoin de toucher le niveau extraordinaire de 10'000 USD.

Il n'aura fallu que dix ans pour que la valeur du Bitcoin passe de 0.001 USD à 10'000 USD et que le concept imaginé par son créateur mystérieux obtienne une notoriété mondiale auréolée par la technologie révolutionnaire de la « Blockchain ».

Evolution du Bitcoin 2010-2017



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les médias relatent désormais quotidiennement l'engouement pour les monnaies dématérialisées, échappant au système bancaire organisé, réglementé et centralisé.

Le mouvement de promotion des crypto-monnaies est en marche et compte chaque jour plus d'adeptes. Il séduit un nombre croissant de spéculateurs attirés par les records de hausse des cours et la perspective de gains rapides et faciles.

La mystérieuse « success story » du Bitcoin

Le 19 août 2008, un inconnu, Satoshi Nakamoto, réserve le nom de domaine bitcoin.org et annonce le 31 octobre la naissance du Bitcoin dans l'indifférence totale. Le 9 novembre, le concept de « Blockchain » apparaît et deux mois plus tard la première transaction entre Satoshi Nakamoto et Hal Finney est inscrite dans le bloc 170, marquant ainsi les débuts du Bitcoin le 12 janvier 2009. A l'origine, le Bitcoin est entouré de mystère, puisque son créateur reste encore inconnu à ce jour (Satoshi Nakamoto étant un pseudonyme) mais aussi de transparence puisque celui-ci publie une première version ouverte de son logiciel sur le site P2Pfoundation. Le Bitcoin vaut alors environ 0.001 USD. En 2010, Satoshi modifie les paramètres du Bitcoin Core et limite le minage à 990'000 octets. Une faille dans le protocole autorise la création de 92 milliards de Bitcoins et nécessite une correction de la « Blockchain ». Quelques mois plus tard, Satoshi modifie les règles du consensus de Bitcoin Core pour limiter la taille des blocs et quitte le projet le 12 décembre 2010. En 2011, le Bitcoin atteint la parité avec le dollar, et le marché parlait déjà de bulle spéculative lorsqu'il avait atteint 23 USD. En 2012, la Banque centrale européenne publie un premier rapport sur les monnaies virtuelles, dans lequel elle mentionne qu'en raison de la taille extrêmement réduite des systèmes existants, les risques n'affectent que ses utilisateurs et ne posent pas de problèmes systémiques ou de politique monétaire imminents. Elle relève toutefois prudemment que cette évaluation des risques pourrait être différente si l'usage de monnaies virtuelles devait s'étendre en raison de développements technologiques. En 2013, de nouveaux incidents liés à une non-rétrocompatibilité de la version 0.8.0 provoque un retour à une version antérieure de la « Blockchain ». C'est pourtant une année clé pour le Bitcoin qui voit l'Allemagne lui donner un « statut » de monnaie privée et une prise de position de Ben Bernanke favorable, exposée dans une lettre adressée au comité du Sénat. Le cours s'envole pour atteindre 500 USD, alors que la Réserve Fédérale américaine et le Département Américain de la Justice émettent des avis relativement positifs. Mais c'est aussi l'heure des premières prises de positions négatives d'autres banques centrales plus hostiles et de commentaires évoquant déjà une bulle spéculative de la part de l'ex-président de la Réserve fédérale Alan Greenspan. Alors qu'un nombre croissant de commerçants en ligne autorisent le paiement par Bitcoin, le réseau est victime d'une nouvelle attaque massive et organisée sur plusieurs plateformes d'échange. En réaction, un nouveau développement voit le jour avec la sortie du Bitcoin Core 9.0. Les Etats-Unis donnent un statut fiscal au Bitcoin le 24 mars 2014, qui sera désormais traité comme un bien. Les plus-values seront donc imposées comme gains sur le capital. Les revenus des « mineurs » seront également assujettis à

l'impôt sur les paiements reçus en Bitcoin. Cette position est similaire à celle adoptée par le Japon, qui lui a accordé le statut de marchandise. Le rapport qui fait grimper encore le cours du Bitcoin est publié par le Conseil des gouverneurs de la Fed, évoquant le fait qu'il s'agit plus d'une curiosité que d'une menace car les transactions ne représentent qu'une infime fraction des flux financiers mondiaux. Il ne constitue donc pas une menace actuelle pour le système bancaire. Il relève toutefois que les dépôts ne sont pas assurés et que divers problèmes de sécurité en entravent l'adoption. Plus étonnant encore, le Conseil des gouverneurs minimise son rôle de financement d'activités criminelles en affirmant que les applications et utilisations illicites liées au Bitcoin sont monnaie courante, mais pas endémiques. En 2015, l'air du temps change et devient toujours plus favorable au développement du Bitcoin qui obtient, sans doute grâce au soutien des politiques américains, un accueil de plus en plus enthousiaste des médias et du public, mais aussi des législateurs qui tentent d'encadrer l'utilisation de la crypto-monnaie sans pouvoir la combattre. Malgré de nouveaux vols de Bitcoin sur des plateformes de trading, des faillites et des cas de fraude, le Bitcoin jouit toujours étonnement d'une aura de sécurité importante. Le 17 septembre, le CFTC (Commodity Future Trading Commission) associe le Bitcoin à une marchandise au même titre que le blé, l'or ou le pétrole. Les attaques se poursuivent en 2016 sur les sites d'échange sans entamer la confiance du public, toujours plus avide de Bitcoins, alors que la Commission Européenne cherche à soumettre les plateformes de change de monnaies virtuelles et les fournisseurs de services de portefeuille de stockage aux directives sur la lutte contre le blanchiment de capitaux. En janvier 2017, le Bitcoin atteint 1'000 USD avant de chuter de -30% suite à des mesures de contrôle prises par les autorités chinoises contre les plateformes d'échange. Au Japon, la réaction est tout à fait opposée, les autorités reconnaissent en avril les monnaies virtuelles comme moyens de paiements légaux. Le 31 octobre, le CME Group (Chicago Mercantile Exchange) annonce son intention de créer des contrats à terme sur le Bitcoin.

En novembre, le Bitcoin atteint 10'000 USD et voit sa valorisation multipliée par 10 en moins de dix mois, soit environ 170 milliards de dollars. Il dépasse ainsi la capitalisation boursière de Mastercard (160 milliards) et se situe en 25ème position des plus grandes valeurs du S&P500. Et pourtant, si la popularité du Bitcoin n'a cessé de progresser depuis dix ans, jusqu'à devenir aujourd'hui l'une des « marques » les plus connues au monde, son fonctionnement reste largement incompris par le grand public, mais également au sein de la communauté financière.

La valorisation même du Bitcoin continue de poser un problème majeur à cette dernière en l'absence de modèle d'évaluation adapté à cet actif si particulier.

Des utilisateurs avant tout motivés par le caractère dérégulé du Bitcoin

Le développement du numérique et des applications mobiles a rendu l'accès au Bitcoin extrêmement simple, permettant aisément d'effectuer certaines transactions ou de stocker une valeur sans avoir recours au système bancaire. Le Bitcoin est de plus en plus utilisé pour régler des achats auprès de commerçants acceptant cette crypto-monnaie comme moyen de paiement alternatif. Si, initialement, on était en mesure de considérer que ces transactions pouvaient être réalisées sans une facturation spécifique additionnelle, comme c'est le cas pour l'utilisation de cartes de crédit classiques, ce n'est désormais plus tout à fait le cas. Les frais de transaction ont en effet tendance à augmenter. Les utilisateurs apprécient évidemment l'anonymat supposément assuré des transactions, les frais de transactions inférieurs et la liberté de participer au réseau sans contrainte et sans intermédiaire pour commercer, stocker ou transférer des montants sans réelle limite. La sécurité et la discrétion sont en effet souvent évoquées comme des facteurs essentiels. Ainsi, lorsque l'utilisateur dépense ses Bitcoins, le réseau observe et contrôle que la clé privée correspond bien aux Bitcoins dépensés. L'opération reste totalement discrète et ne révèle aucune information sur l'utilisateur. Il convient ici certainement de relever que le concept d'anonymat des transactions a certainement déjà trouvé quelques limites, en raison notamment de l'émergence de logiciels de traçage et d'identification des transactions. S'agissant d'un système « peer to peer » organisé dans lequel chaque participant au réseau intègre sa transaction et contrôle celle des autres participants, ceux-ci s'affranchissent donc totalement des contraintes et spécificités requises par le système bancaire.

Crises et incertitudes profitent au Bitcoin

Le Bitcoin a certainement été initialement perçu comme un moyen indépendant et plus sûr que le dollar ou l'euro, au moment où à sa création en 2009 les risques systémiques éclataient dans les marchés financiers, provoquant à la fois la baisse des marchés et une volatilité accrue dans le marché des changes. A chaque crise financière, le Bitcoin a été temporairement recherché par certains participants au réseau comme une sorte de valeur refuge, provoquant une hausse des cours en raison d'une demande concentrée excessive. En 2011, la chute des bourses dans le sillage de la crise de la dette publique grecque et ses implications sur la zone euro contribuaient à provoquer une hausse de 2600% en quelques mois du Bitcoin. En 2013, lorsque la crise chypriote était à son paroxysme, la hausse du Bitcoin atteignait 920% en moins de six mois.

Pas besoin d'être un expert pour spéculer

Nul besoin d'être un expert pour spéculer, c'est aussi vrai pour le Bitcoin, et c'est peut-être même dans ce cas une raison fondamentale pour participer sans crainte et sans réserve à la frénésie actuelle qui caractérise l'envolée de cette crypto-monnaie. Il n'est, en effet, absolument pas nécessaire de comprendre les subtilités techniques du fonctionnement du Bitcoin pour spéculer sur sa hausse et risquer par la même de voir disparaître les sommes converties. Il suffit, en effet, à n'importe quel utilisateur de créer un portefeuille Bitcoin sur son ordinateur ou son téléphone portable pour obtenir une adresse Bitcoin. On compare parfois l'utilisation de ce système aux simples échanges de courriels. Une adresse Bitcoin semble donc semblable à une adresse email, à la différence qu'elle ne sera utilisée que pour une transaction. L'utilisateur dispose d'une clé privée, sa signature cryptographique, stockée dans son ordinateur ou sur un serveur en ligne, qui lui permet d'acheter, de vendre et de dépenser les Bitcoins de son portefeuille sans difficulté. Cette clé est censée être indéchiffrable et empêcher toute fraude ou corruption de la « Blockchain », ce qui est un gage supplémentaire de confort pour commencer à spéculer. L'accès à la spéculation sur le Bitcoin s'est en fait largement démocratisé et simplifié par le développement des logiciels de trading spécialisés.

Technologie « Blockchain » et minage

Le réseau Bitcoin est fondé sur la technologie « Blockchain », sorte de gigantesque grand livre comptable où figurent sans exception toutes les transactions effectivement réalisées depuis l'origine du réseau. Ce grand livre devrait ainsi grandir de manière exponentielle à mesure de l'évolution de l'utilisation du Bitcoin comme moyen de transaction et de transfert de valeur entre portefeuilles Bitcoins. La signature ou clé privée fige la transaction qui est alors intégrée à un bloc de transactions, qui sera ensuite rapidement confirmée par le réseau par une procédure de minage. C'est par ce processus que chaque transaction est vérifiée en permanence pour assurer la sécurité du système et empêcher notamment la double utilisation de Bitcoins. Ce processus repose donc sur un réseau d'ordinateurs connectés effectuant ces calculs à grande vitesse pour lesquels ils reçoivent une rémunération liée. Le réseau Bitcoin devra faire face à des besoins croissants de puissance de calcul avec le développement de l'utilisation de cette crypto-monnaie. Le minage de Bitcoin est le procédé par lequel les blocs de transactions sont validés et sécurisés. On peut résumer le concept en indiquant que le minage est effectué par des « mineurs » qui doivent réaliser des calculs informatiques de plus en plus complexes pour le compte du réseau afin de valider les transactions. Les opérations de minage sont en pratique effectuées par des ordinateurs configurés pour

calculer des fonctions mathématiques de hachage cryptographique.

Algorithme organisant la raréfaction de l'offre

Un mot sur l'algorithme de base du Bitcoin pour comprendre le processus de création d'unités. Le logiciel et la fonction utilisés pour créer des Bitcoins limiteront à terme le nombre de Bitcoins à 21 millions d'unités. Le processus mathématique peut être résumé comme une création limitée par un nombre fixe de Bitcoins dans un intervalle de temps de 10 minutes, qui sera divisé par deux tous les 4 ans jusqu'à atteindre le nombre maximum total de 21 millions en l'an 2140 environ. Autrement dit, entre 2008 et 2012, 50 Bitcoins étaient générés toutes les 10 minutes pour créer 10'500'000 unités, alors qu'entre 2012 et 2016 seulement 25 Bitcoins étaient créés pendant le même intervalle soit 5'250'000 unités. Entre 2016 et 2020 seulement 2'650'000 Bitcoins seront créés, etc...

De moins en moins de Bitcoins sont ainsi créés au fil du temps, alors que la demande semble au contraire être croissante, expliquant de facto la hausse magique des cours du Bitcoin.

L'éclatement de la troisième bulle spéculative du Bitcoin est programmé

La dernière correction de -30% du Bitcoin a été provoquée par l'annonce de l'abandon d'une scission pourtant attendue du Bitcoin en deux « Blockchain » et deux crypto-monnaies distinctes. Cette scission devait être une solution à l'explosion du coût énergétique croissant impliqué par le minage du Bitcoin, qui implique des ressources informatiques de plus importantes et qui freinerait le développement de la crypto-monnaie. Mais la communauté n'a pas pu trouver un consensus indispensable pour autoriser une telle modification. Quelques semaines auparavant, la chute de -25% était provoquée par un changement de réglementation en Chine, qui faisait suite à une correction de -25% déjà enregistrée en mars. Mais la folle progression du Bitcoin s'est en fait poursuivie pour atteindre 10'000 USD.

1000%, sans que personne ne puisse en fait réellement donner une valeur « objective » au Bitcoin

Il n'y a en réalité pas de modèle de valorisation disponible pour évaluer un actif de ce type. Le Bitcoin reste un concept abstrait auquel les participants du réseau veulent bien donner une valeur à un moment donné, mais qui semble très largement et directement influencé par l'offre et la demande. Or, comme l'algorithme de base du Bitcoin limite la création d'unités dans l'absolu (maximum de 21'000'000) et dans le temps (nombre d'unités par tranche de dix minutes décroissant de 50% après chaque cycle de 4 années) l'offre est par définition finie. Ainsi, il suffit que la notoriété du Bitcoin et l'enthousiasme des acheteurs se développe pour que le marché du Bitcoin soit systématiquement en déséquilibre. C'est exactement ce qui se passe depuis sa création et qui s'est amplifié en 2017 avec le décuplement de la valeur du Bitcoin, au point que la valeur actuelle des Bitcoins en circulation (170 milliards de dollars) est désormais comparable à la capitalisation boursière de PepsiCo ou de Mastercard et représente trois fois la valeur de l'UBS.

Comparaison de valeurs avec le Bitcoin

	Value in Billion USD
All cryptocurrencies - Market capitalization	322
Bitcoin - Market capitalization	178
Apple - Market capitalization	885
Mastercard - Market capitalization	162
2016 Gold Mine production in today prices	149
FED Total Assets	4450
ECB Total Assets (in USD)	5242

Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La valorisation actuelle du Bitcoin est importante et présente déjà des caractéristiques d'une bulle spéculative. Mais la tendance est pour l'instant en place et conforte les détenteurs de Bitcoins d'attendre encore un peu plus pour prendre quelques profits... Le crash est-il donc pour 2018 ?

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch