

LE BITCOIN NE RÉSISTERA PAS À UNE RÉGULATION



ALAIN FREYMOND
Associé & CIO, BBGI Group

Elena Budnikova

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 ?

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.

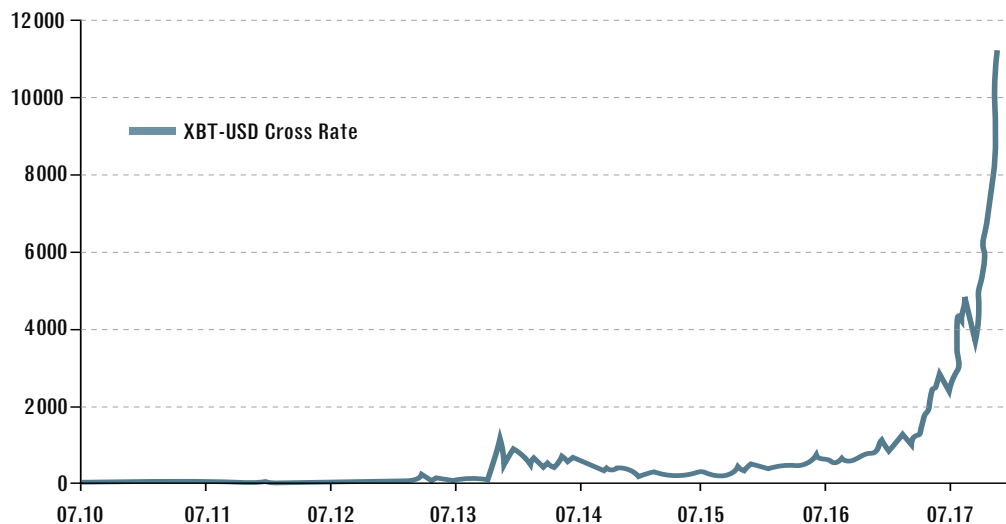
En seulement un an, le nombre d'utilisateurs aurait ainsi triplé. L'application mobile permettant d'échanger des Bitcoins approche le tiercé de tête des applications financières téléchargées.

Le Bitcoin est désormais populaire et de plus en plus utilisé comme moyen de paiement pour le commerce en ligne aux États-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

EVOLUTION DU BITCOIN 2010-2017



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

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 ».

Les médias relatent désormais quotidiennement l'engouement pour les monnaies dématérialisées, échappant au système bancaire organisé, règlementé 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

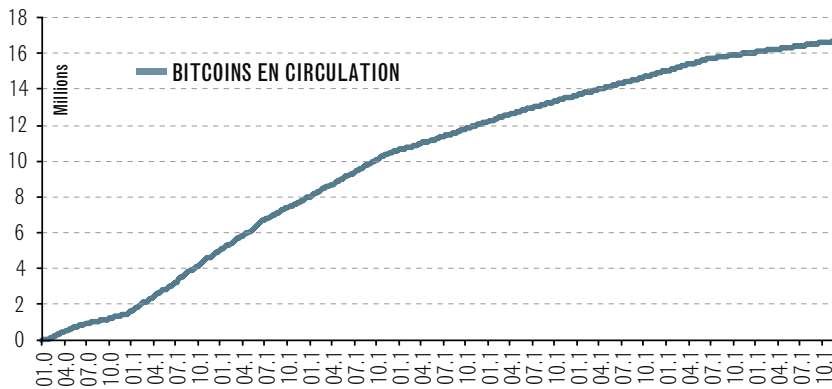
Le 19 août 2008, un inconnu, Satoshi Nakamoto, réserve le nom de domaine bitcoin.org et annonce le 31 octobre la naissance du Bitcoin dans l'indifférence totale. Le 9 novembre, le concept de « Blockchain » apparaît et deux mois plus tard la première transaction entre Satoshi Nakamoto et Hal Finney est 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

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
- Le Bitcoin n'est pas et ne sera pas une monnaie légale sous sa forme actuelle
- Banques centrales hostiles aux crypto-monnaies privées - Survol des positions actuelles
- Un cadre réglementaire plus contraignant pour les crypto-monnaies
- Les banques centrales développeront leurs propres monnaies virtuelles
- Les Pays-Bas et les pays nordiques innovent

BITCOIN EN CIRCULATION



source : Blockchain.info

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 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 l'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 25^e 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.

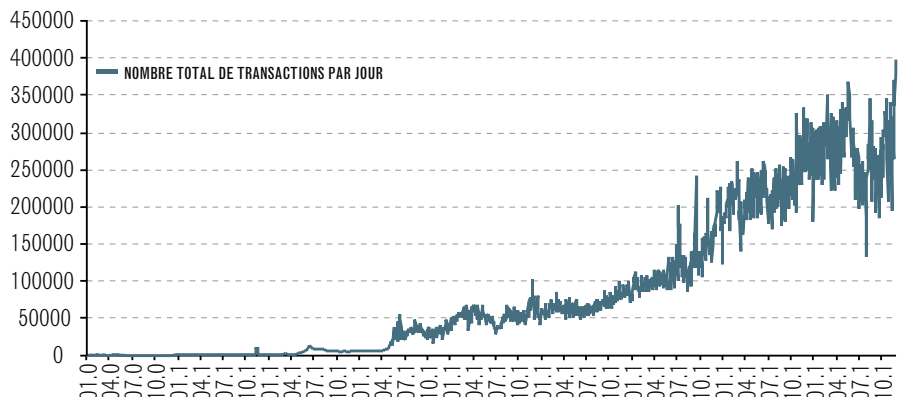
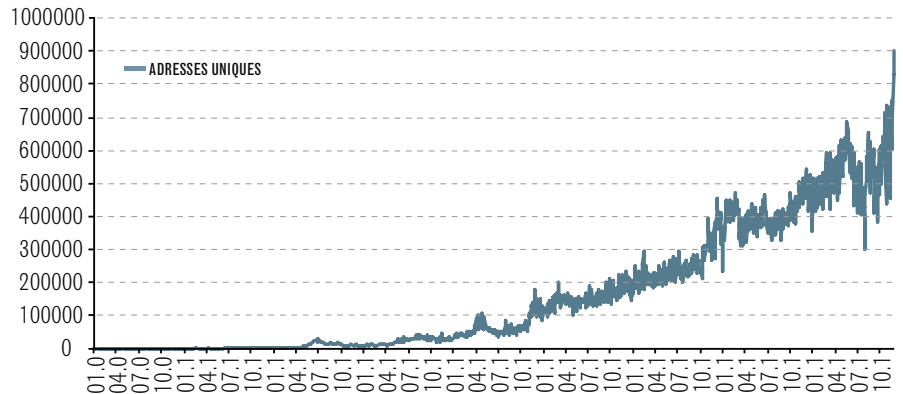
CRISES ET INCERTITUDES PROFITENT AU BITCOIN

Le Bitcoin a certainement été initialement perçu comme un moyen indépendant et plus sûr que le dollar ou l'euro, au moment

ou 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



source : Blockchain.info

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 (30.11.17)
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 SA

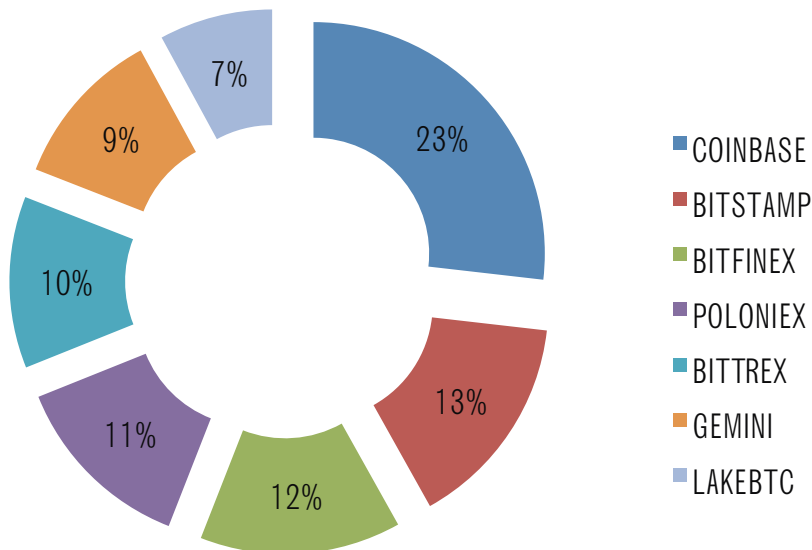
La valorisation actuelle du Bitcoin est importante et présente déjà des caractéristiques d'une bulle spéculative. Mais la tendance est pour l'instant en place et conforte les détenteurs de Bitcoins d'attendre encore un peu plus pour prendre quelques profits... Le crash est-il donc pour 2018 ?

BITCOIN : FLASH CRASH ET ÉCLATEMENT DE LA BULLE EN 2018 ?

Le Bitcoin n'est pas et ne sera pas une monnaie légale sous sa forme actuelle

Dans l'esprit des utilisateurs, il est clair que le Bitcoin est bien une monnaie virtuelle. Ceux-ci la considèrent et l'utilisent comme telle. Ils échangent leurs dollars et autres devises contre des Bitcoins en pensant détenir une monnaie virtuelle aux caractéristiques similaires à celles des monnaies légales, sans considérer les différences pourtant essentielles qui ne feront certainement jamais du Bitcoin et autres Ethereum des monnaies légales.

RÉPARTITION DES VOLUMES PAR BOURSE D'ÉCHANGE AU 30.11.2017



Source : Cryptocompare.com

Ils transforment ainsi la valeur de leurs dépôts jusqu'alors détenus en monnaies légales en dépôts virtuels en Bitcoins, acceptant de perdre de facto les garanties apportées par un système bancaire sécurisé, ainsi que le taux d'intérêt usuellement crédité en pensant détenir un nouveau moyen de paiement moderne plus adapté à la globalisation et à la numérisation de la consommation. Ce dernier facteur n'est évidemment pas une préoccupation significative dans un environnement de taux proches de zéro. Le Bitcoin, comme les autres crypto-monnaies, devient ainsi de plus en plus un moyen de paiement facile d'accès et se trouve crédibilisé par l'élargissement de l'univers des marchands acceptant d'effectuer des transactions en monnaie numérique.

Est-ce suffisant pour considérer que le Bitcoin est en train de devenir progressivement une monnaie, ou bien le terme « crypto-monnaie » entretient-il lui-même la confusion ?

Aux Etats-Unis, pays du Bitcoin, les médias parlent de « crypto-currency » malgré le fait que les autorités considèrent le Bitcoin clairement comme un actif sujet à taxation lorsqu'une plus-value en capital est réalisée par son détenteur. La définition d'une monnaie légale a évolué dans l'histoire, mais aujourd'hui on attend d'une monnaie légale qu'elle remplisse quelques critères essentiels, notamment celui de permettre des échanges économiques en ayant la capacité d'éteindre les dettes et les obligations fiscales, constituant ainsi le pouvoir libérateur de la monnaie. La monnaie doit également pouvoir être une réserve de valeur et une unité de compte pour le calcul économique, la comptabilité et la fiscalité. Elle doit pouvoir assurer les agents économiques de sa pérennité comme moyen d'échange reconnu et accepté de tous. Les États modernes ont ainsi constitué un monopole de l'émission de monnaie en exerçant un contrôle permanent sur la création monétaire des banques au moyen de législations bancaires et de l'action de leurs banques centrales.

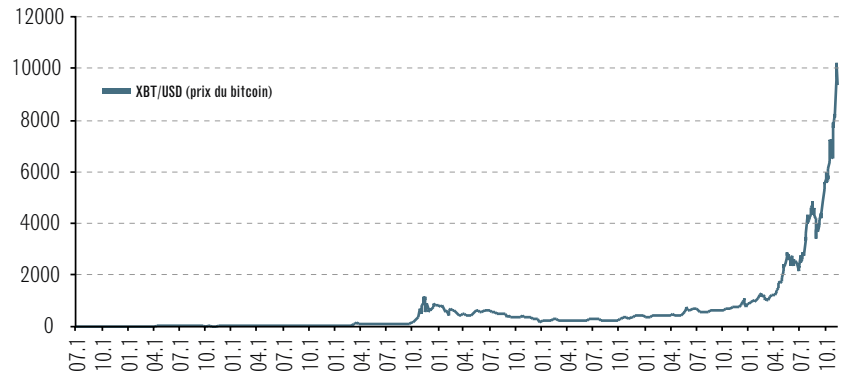
Si les gouvernements et les banques centrales s'intéressent effectivement au concept de « Blockchain » et de monnaie virtuelle, ces dernières semblent plutôt enclines à développer leurs propres crypto-monnaies et ne paraissent évidemment pas prêtes à renoncer à leur privilège d'être seules à pouvoir émettre de la monnaie.

BANQUES CENTRALES HOSTILES AUX CRYPTO-MONNAIES PRIVÉES

Les banques centrales ont longtemps considéré les crypto-monnaies comme des microphénomènes sans effets notables et sans risques potentiels pour les systèmes financiers et bancaires. Les développements récents du Bitcoin en particulier, dont la valeur actuelle dépasse désormais 170 milliards de dollars commencent cependant à les interpeller. Si elles sont encore certainement loin d'avoir pris toute la mesure de la situation, elles adoptent parfois déjà des positions très restrictives en interdisant leur usage. Dans certains pays, elles ont déjà choisi d'encadrer progressivement l'utilisation de ce qu'elles considèrent comme un « actif » et non pas une devise virtuelle.

La Chine est l'une des premières banques centrales à avoir clairement pris position sur le sujet en interdisant en 2017 l'émission et les transactions de Bitcoin et d'autres crypto-monnaies, tout en indiquant que la technologie actuelle n'était pas appropriée et que les conditions n'étaient pas mûres pour développer une monnaie digitale. Il est toutefois possible que la PBOC soit en train d'étudier l'opportunité de création d'une monnaie digitale facilitant les paiements et le contrôle de la monnaie. L'annonce de l'interdiction du Bitcoin en 2017 avait temporairement fait chuter les cours de -30%. En Inde, le message est similaire, la banque centrale est

clairement opposée à l'utilisation de ce type d'instruments, évoquant très clairement le risque que ceux-ci soient une véritable autoroute pour le recyclage d'argent sale et le financement du terrorisme. Si elle étudie également le développement possible d'une monnaie digitale légale, elle a pour l'instant aussi banni l'utilisation des crypto-monnaies. En Corée du Sud, la banque centrale interdit le recours aux crypto-monnaies considérées comme un outil favorisant le crime organisé. Au Japon, le gouverneur Haruhiko Kuroda a récemment évoqué le principe de création d'une monnaie digitale en indiquant qu'il n'existait aucun plan imminent de constitution d'une CBDC (central bank digital currency) permettant d'étendre aux individus l'accès à des comptes de banque centrale. En Europe, la banque centrale allemande est sans doute la plus claire à ce jour sur son appréciation du rôle des crypto-monnaies en évoquant une inquiétude grandissante à l'égard des effets indirects qui peuvent apparaître si l'utilisation de ces monnaies virtuelles s'intensifie. Un des membres de la Bundesbank expliquait ce sentiment il y a quelques semaines, en indiquant que la frénésie et la hausse du Bitcoin traduisait plus le comportement spéculatif des investisseurs qu'il ne représentait un attrait réel pour une nouvelle forme de paiement. La crainte qu'un transfert des dépôts en dollars ou en euros se fasse en faveur de crypto-monnaies pourrait affecter le système bancaire et l'efficacité de la politique monétaire. Le couple franco-allemand semble partager une vision commune sur la question si l'on en croit les commentaires du gouverneur de la Banque de France qui rappelle que tous les exemples de création de monnaies privées dans l'Histoire se sont mal terminés. Selon lui, ceux qui utilisent le Bitcoin aujourd'hui le font à leurs risques et périls en relevant aussi qu'aucune institution n'était derrière le Bitcoin et ne pouvait en garantir la pérennité et la sécurité. Au Royaume-Uni, le gouverneur Carney évoquait plutôt une révolution dans le monde de la finance en parlant de la technologie « Blockchain » qui pourrait permettre de renforcer la lutte contre la cybercriminalité financière et révolutionner la manière



Source : Bloomberg

dont les paiements entre consommateurs et institutions pourraient être effectués. Un commentaire plutôt prudent, qui n'adresse pas réellement la question actuelle des risques systémiques que pourraient provoquer l'utilisation de crypto-monnaies à plus large échelle. Au Canada, les recherches sont aussi en cours. La responsable de ces études indiquait dans une interview que les crypto-monnaies ne sont clairement pas des formes réelles de monnaies, mais doivent plutôt être considérées comme un actif ou un titre, qui devrait être traité comme tel. Sa vision sur les perspectives de la technologie « Blockchain » est cependant plutôt positive. En Russie, on parle encore plus clairement de pyramide de Ponzi, qui ne saurait être légalisée. La Présidente de la banque centrale Elvira Nabiullina déclarait ainsi une vive opposition à toute monnaie privée, qu'elle soit physique ou virtuelle et l'interdiction des sites internet autorisant les consommateurs à échanger des Bitcoins.

LES PAYS-BAS ET LES PAYS NORDIQUES INNOVENT

Une banque centrale expérimente déjà une monnaie virtuelle en Europe. Le DNBcoin a en effet été créé par la banque centrale des Pays-Bas en 2015 afin d'étudier les implications possibles d'une monnaie digitale, limitée pour l'instant à un usage interne. Les premières conclusions présentées suggèrent que la technologie « Blockchain » pourrait être applicable dans le règlement de transactions financières complexes. Les positions des banques centrales norvégienne et suédoise vont dans le même sens. La banque centrale de Suède étudie la création d'une monnaie digitale « enregistrée » et semble considérer qu'une e-krona ne poserait pas de problème de politique monétaire.

LA BRI ET LE FMI AVERTISSENT

La banque centrale des banques centrales, la Banque des règlements internationaux, résume la situation en soulignant que les banques centrales ne peuvent ignorer l'évolution de la technologie et l'engouement peut-être inconsidéré des populations pour les crypto-monnaies, qui devraient les conduire à réfléchir à la position à adopter à l'égard de ces développements. En d'autres termes, il leur faut définir quelles seraient les opportunités et les implications des créations de monnaies digitales directement émises et contrôlées par les banques centrales. Une telle éventualité aurait cependant aussi des répercussions indirectes sur le fonctionnement du système

bancaire. Le FMI relève dans son dernier rapport sur les monnaies virtuelles qu'elles peuvent offrir des avantages indéniables, mais qu'elles posent des risques considérables en tant que véhicules potentiels de blanchiment d'argent, d'évasion fiscale, de financement du terrorisme et de fraude.

Les réponses réglementaires à ces enjeux n'en sont qu'à leurs prémises et devront être capables de considérer les divers aspects impliqués par le développement de ces monnaies virtuelles. Il sera indispensable de légiférer pour replacer ces monnaies virtuelles dans un cadre légal auquel elles échappent en partie aujourd'hui.

1000% DE HAUSSE : ET ALORS ?

La folle progression du Bitcoin a atteint 1000% en 2017 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 ans) l'offre est par définition finie. Ainsi, il suffit que la notoriété du Bitcoin et l'enthousiasme des acheteurs se développent 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 celle de l'UBS.

La valeur de marché actuelle du Bitcoin présente déjà les caractéristiques d'une bulle spéculative. Mais la tendance est pour l'instant en place et conforte les détenteurs de Bitcoins d'attendre encore pour prendre quelques profits. À moins que le Flash Crash du 29 novembre n'annonce déjà un changement de perception ?

PERTE D'INFLUENCE PROBABLE DES FACTEURS DE SOUTIEN AU BITCOIN

Le succès du Bitcoin tient, semble-t-il, en grande partie dans la conjonction de plusieurs facteurs qui se sont probablement alignés au même moment pour constituer une conjonction optimale favorable à l'émergence de ce que beaucoup considèrent à tort comme une nouvelle

monnaie. Cet alignement n'a pourtant que peu de chances d'être durable dans la mesure où la plupart de ces facteurs sont certainement sur le point d'atteindre leurs limites d'influence. Mais le Bitcoin profite pour l'heure d'un engouement croissant largement relayé par les médias, qui relèvent régulièrement les records de hausse de cours et l'enthousiasme d'une partie de la population pour ce phénomène nouveau tellement en phase avec les développements technologiques accompagnant l'avènement de l'ère du numérique. La défiance souvent évoquée d'une partie du public envers les politiques gouvernementales issues de la crise financière des dix dernières années reste toujours vivante et constitue certainement encore un des facteurs de soutien de la demande de Bitcoin. Elle alimente en fait les espoirs ou fantasmes de solutions alternatives durables permettant de s'affranchir des contraintes liées à la réglementation sur les transactions financières en permettant en particulier l'émergence de devises non contrôlées alternatives aux principales monnaies ayant cours légal et offrant toutes les garanties de discrétion et d'anonymat qui n'ont plus cours dans le système financier actuel des pays développés.

L'évolution des crypto-monnaies en 2017 a certainement dépassé un point que la plupart des gouvernements et banques centrales considéreront comme une limite exigeant leur intervention.

Il semble désormais de plus en plus probable que ceux-ci verront la nécessité d'encadrer plus fortement l'utilisation du Bitcoin et des autres crypto-monnaies, voire d'interdire simplement leur utilisation par le public. Le Bitcoin a lui aussi profité d'un environnement réglementaire insuffisamment précis et naturellement peu adapté à l'évolution accélérée de la technologie. Le futur cadre réglementaire agira certainement comme un frein au développement des crypto-monnaies, en leur retirant probablement les attributs qui leur ont permis de contourner les efforts de la communauté internationale pour mettre en place un cadre international capable de lutter efficacement contre les transactions financières suspectes. Le Bitcoin est devenu un moyen de paiement de plus en plus accepté et une source de thésaurisation de valeur alternative pour un nombre croissant d'utilisateurs. Mais dans sa forme présente, il ne peut être considéré comme une monnaie, ni même comme une monnaie virtuelle. Tout au plus, les gouvernements lui laisseront-il le statut d'actif, comme cela est déjà le cas dans certains pays, soumis à une législation fiscale autorisant le prélèvement d'un impôt sur les plus-values en capital. L'avènement du Bitcoin aura sans doute provoqué une prise de conscience des gouvernements, plus soucieux désormais de ne pas partager leur prérogative exclusive d'émettre de la monnaie avec des systèmes privés

incontrôlés et insuffisamment régulés. Nous verrons donc certainement dans un avenir proche des monnaies virtuelles légales de banques centrales se créer sur la base de la technologie « Blockchain » et qui sonneront alors le glas des « crypto-monnaies » actuelles.

ECLATEMENT DE LA BULLE SPÉCULATIVE EN 2018 ?

A plus court terme, l'avenir du Bitcoin comme investissement reste tout à fait incertain. Tout d'abord, si le Bitcoin est effectivement de plus en plus utilisé comme moyen de paiement, il serait cependant réducteur de simplement associer son développement à celui du commerce en ligne. Même si de plus en plus d'utilisateurs y ont recours, augmentant ainsi la demande, il semble peu probable que les acteurs du commerce en ligne prennent le risque à long terme de conserver et thésauriser les Bitcoins reçus en contrepartie de leurs ventes. Ils devraient au contraire presque instantanément échanger ces derniers contre une monnaie légale augmentant de ce fait du même montant le niveau de l'offre. Ce facteur est certainement positif mais n'est pas le plus déterminant dans l'équation. La demande spéculative reste donc certainement l'un des facteurs soutenant la hausse actuelle du Bitcoin. Ce n'est pas un phénomène nouveau et il convient de rappeler que si au cours de la décennie 2010 les cours ont connu plusieurs phases d'expansion, comme celle que nous connaissons en 2017, celles-ci ont été suivies de phases brutales de correction de valeur. En 2011, les cours plongeaient de -91 %, en 2013 la chute était de -50 % et entre 2014 et 2015 la perte de valeur représentait -85 %.

Les cours du Bitcoin semblent donc extrêmement dépendants du niveau de la demande de transaction et de spéculation, puisque comme déjà évoqué, la création de Bitcoin est marginale.

Ainsi, aussi longtemps que les détenteurs actuels de Bitcoins restent confiants et conservent leurs unités, il est probable que l'augmentation de la demande motivée par

un environnement médiatique encore favorable suffise à pousser un peu plus haut encore les cours. Mais nous attirons évidemment l'attention des participants au réseau sur les dangers actuels d'une spéculation qui nous semble devenir frénétique.

La hausse du Bitcoin nous semble toujours sans fondement suffisant et l'éclatement de cette bulle spéculative semble clairement programmé, comme le préfigure sans doute déjà le Flash crash de -20 % du 29 novembre.

Les conséquences d'un éclatement de la troisième bulle spéculative du Bitcoin de la décennie en 2018 seraient nécessairement plus importantes que les précédentes en raison du nombre de participants et des montants actuels concernés. En effet, les crashes précédents (2011, 2013, 2015) du Bitcoin ne touchaient qu'un nombre limité d'utilisateurs et les montants en jeu restaient tout à fait marginaux, de l'aveu même des banques centrales. Les développements récents de ce marché ont tout à fait modifié le contexte et les risques potentiels. Les crypto-monnaies représentent désormais plus de 320 milliards USD, soit 6 % du bilan de la BCE à titre de comparaison. Il existe désormais de plus en plus de produits financiers liés aux crypto-monnaies, dont la valeur est encore réduite mais qui pourrait rapidement croître avec l'introduction aux Etats-Unis d'un marché à terme organisé pour le Bitcoin et le développement d'une réglementation ouvrant la porte à la création d'ETF américains.

Dans un tel contexte, il est difficile de prédire quand l'enthousiasme des participants à ce marché perdra de son intensité et à quel moment le désir de prises de profits renversera durablement la tendance haussière actuelle. Cela dit, lorsque ce processus se mettra en place, il est probable que la correction soit rapide et brutale. Le Bitcoin à 5'000 ou 1'000 USD en 2018 est donc tout aussi probable qu'une hausse à 12'000 ou 15'000 USD puisqu'une valeur objective reste difficile à estimer. Les détenteurs ou acheteurs de Bitcoin à des fins d'investissement ou de spéculation tireront eux-mêmes les conclusions qui s'imposent avant de parier simplement sur l'avenir. ■

INVESTISSEZ DANS LE NOUVEAU MARKET.

LE MÉDIA SUISSE DES HIGH NET WORTH INDIVIDUALS

ABONNEZ-VOUS SUR MARKET.CH

1 an/ 8 éditions pour 109 chf

2 ans/ 16 éditions pour 188 chf

