

Lettre Economique et Financière

Quo Vadis?

Penser l'impensable

Cinq surprise potentielles pour 2023

#3 La story du bitcoin n'a aucun sens.

Introduction

Les humains aiment les bonnes histoires, les stories (appelées " narratives " en finance comportementale). C'est tout simplement dans notre ADN : pendant des milliers d'années les informations et la culture ont été transmises par des histoires racontées autour du feu de camp. Dans les marchés financiers, les stories sont le carburant des bulles. Une bonne story boursière, souvent accompagnée de la promesse d'une richesse rapide, crée un enthousiasme naïf qui se transforme en spéculation aveugle. Aujourd'hui, de nombreuses stories sont lancées autour du feu de camp numérique des médias sociaux. La story du bitcoin, qui a vu le jour en 2009, a pris un gros coup en 2022 lorsque les crypto-monnaies ont perdu environ 2/3 de leur valeur, ou plutôt de leur prix. Mais regardez, en 2023, la crypto-monnaie est sur une remontée. La route vers la stratosphère est-elle à nouveau ouverte ? Non, toute personne attentive peut voir que la fin de partie a commencé. Après tout, les bulles financières suivent invariablement le même schéma. Le schéma de la bulle du Mississippi en 1719 et celui du crypto, il n'y a aucune différence. Elles ont également en commun que leur story n'a pas de sens.

La story du bitcoin

Le bitcoin a vu le jour en janvier 2009, juste après la grande crise financière, ce qui n'est pas une coïncidence. Le bitcoin a habilement tiré parti de cette crise par le biais d'une story forte, qui se lit comme suit :

La grande crise financière nous a appris que l'on ne peut pas faire confiance aux banques, aux intermédiaires financiers et aux gouvernements.

En raison de la création massive d'argent par le biais de l'assouplissement quantitatif, vous ne pouvez pas non plus faire confiance à l'argent du gouvernement ("monnaie fiduciaire").

Il est donc temps de réinventer l'argent et le système monétaire. Le peuple a besoin de prendre le pouvoir en lançant un système monétaire révolutionnaire avec une monnaie privée supérieure à la monnaie fiduciaire. Le système doit être décentralisé pour éliminer les banques et les intermédiaires financiers et garder le système hors du contrôle du gouvernement.

La blockchain et le bitcoin sont la réponse.

La blockchain crée une monnaie privée, le bitcoin, qui, contrairement à la monnaie fiduciaire, est rare.

Grâce à sa rareté, le bitcoin supplantera la monnaie fiduciaire. Le bitcoin n'est rien de moins qu'un nouvel étalon-or.

Le bitcoin est la version numérique, et donc meilleure, de l'or physique.

Le bitcoin, comme l'or physique, est une bonne réserve de valeur.

En raison de sa popularité croissante, la valeur du bitcoin va augmenter de manière exponentielle.

Ceux qui investissent dans le bitcoin maintenant vont devenir riches rapidement. Ceux qui ne le font pas sont trop stupides pour comprendre. "Amusez-vous à rester pauvre."

Investissez dans le bitcoin.

Wow. Une belle story en effet. Mais malheureusement presque entièrement fausse.

Rien de nouveau

Le protocole Bitcoin, la première (ou la plus célèbre) blockchain, n'a pas été lancé par hasard en 2009, alors que la confiance dans le système bancaire traditionnel était bien en dessous de zéro. Les crypto-monnaies sont une forme de monnaie privée, mais cela n'a rien de nouveau en soi. Par le passé, des centaines de formes de monnaie privée ont vu la lumière du jour - puis l'obscurité. Enfant vous-même, vous avez peut-être vendu des fleurs artisanales en papier mâché à d'autres enfants sur la plage, en étant payé en coquillages. Ces coquillages sont une forme d'argent privé. Une différence essentielle entre la monnaie privée et la monnaie publique est que la seconde a "cours légal" et la première non. Le statut de monnaie légale signifie que personne dans le pays de la monnaie en question ne peut refuser d'être payé avec elle et que le gouvernement peut vous obliger à payer vos impôts et vos amendes avec elle. La monnaie privée n'est acceptée que sur une base volontaire. Essayez donc de payer vos impôts en bitcoins - ou en coquillages

Figure 1. La monnaie privée sur la plage



Source : <https://www.focus-wtv.be/nieuws/papieren-bloemen-op-het-strand>.

L'or numérique

Le bitcoin n'est pas seulement une forme de monnaie privée, mais aussi une imitation numérique délibérée de l'or physique, qui est en fait [devenu] une forme de monnaie privée également [autrefois, il avait cours légal]. L'or physique est un moyen de rester en dehors du système bancaire, mais le bitcoin et, par extension, toutes les crypto-monnaies veulent offrir une alternative plus moderne, et meilleure, à cela. Le protocole Bitcoin imite la rareté naturelle de l'or en fixant le nombre maximum de bitcoins à 21 millions. La nature numérique du bitcoin est citée comme un argument pour le présenter comme une alternative supérieure à l'or physique.

Nous devons parler du crypto

Le crypto est-il le nouvel or ? Le crypto va-t-il remplacer l'or physique ? Les crypto-monnaies du monde entier vaudront-elles autant que l'or du monde entier ? Dans ce dernier cas, les prix des cryptos seraient multipliés par 12 : les réserves d'or existantes valent 12 000 milliards de dollars, toutes les cryptos 1 000 milliards de dollars.

Hélas. La story des crypto-monnaies vacille sur les vis desserrées d'une longue liste d'idées fausses :

Première idée fausse : "Grâce à la révolution de la blockchain, vous devriez être enthousiasmé par le bitcoin."

La technologie blockchain est en effet révolutionnaire. Mais de nombreux fanatiques des cryptos pensent que l'enthousiasme pour la blockchain va nécessairement de pair avec l'enthousiasme pour les crypto-monnaies. C'est faux. Les crypto-monnaies ne peuvent pas exister sans blockchain, sauf si elles sont contrôlées par une entité centralisée, mais les blockchains peuvent exister sans crypto-monnaies.

Deuxième idée fausse : "Les monnaies privées comme le bitcoin vont supplanter la monnaie fiduciaire."

Jamais

La monnaie privée ne supplantera jamais la monnaie fiduciaire. La raison en est simple. La monnaie privée n'a pas le statut de monnaie légale. Le statut de cours légal, et rien d'autre, donne à un dollar ou à un billet d'euro, une valeur. Les chances que le gouvernement décrète un jour qu'une crypto-monnaie privée ait cours légal sont pratiquement nulles. Les gouvernements n'éroderont jamais spontanément leur propre pouvoir. Que reste-t-il du pouvoir du gouvernement si ses impôts peuvent être payés en monnaie privée sous le contrôle de ses citoyens ? Il ne pourra alors que se rabattre sur la tyrannie pour imposer son autorité. Que Dieu nous aide si le bitcoin devient un jour une monnaie légale.

La machine infernale à déflation

Une autre raison pour laquelle le bitcoin ne supplantera jamais la monnaie fiduciaire est qu'il s'agit d'une machine déflationniste. Le nombre maximal de bitcoins est fixé à 21 millions dans le protocole Bitcoin, dont plus de 19 millions sont déjà en circulation. Le protocole prévoit de cracher de moins en moins de bitcoins au fil du temps. Le nombre maximum sera atteint en 2043. Comme de moins en moins de bitcoins sont produits et qu'une limite maximale est prévue, le bitcoin est structurellement déflationniste. La création de masse monétaire dans l'économie réelle - qui, dans le cas de la monnaie fiduciaire, prend la forme de crédits - est nécessaire pour permettre la croissance économique. Trop de création de masse monétaire (trop de crédit) crée un problème de déraillement de l'inflation, dont on peut effectivement accuser la monnaie fiduciaire. Mais la réponse du bitcoin crée un autre problème, potentiellement plus grave, celui de faire dérailler la déflation en l'absence d'une création de masse monétaire suffisante. Si le bitcoin supprime la monnaie fiduciaire, nous nous retrouvons immédiatement dans une nouvelle Grande Dépression économique sans aucun espoir de jamais en sortir.

Fiasco

En tant que moyen de paiement, le bitcoin est un grand fiasco. Après 15 ans, le crypto n'a pas encore effleuré la surface des systèmes de paiement existants. Le protocole Bitcoin est incroyablement gourmand en énergie et, en raison de problèmes de capacité, il ne peut gérer que 7 transactions par seconde. Mastercard peut en traiter 5 000 par seconde et Visa 20 000. Si tous les paiements étaient effectués par bitcoin, les lumières s'éteindraient partout et l'économie s'arrêterait.

L'échec du bitcoin en tant qu'alternative à la monnaie fiduciaire et aux systèmes de paiement existants a incité le monde de la crypto-monnaie à présenter désormais le bitcoin principalement comme une réserve de valeur, tout comme l'or. Le bitcoin, contrairement à la monnaie fiduciaire, est rare et vaudrait donc "beaucoup".

Troisième idée fausse : " Les bitcoins sont rares. "

Qu'est-ce qui est rare ? Vous pouvez choisir parmi environ 22 500 autres crypto-monnaies en circulation. N'importe quel imbécile peut lancer sa propre crypto-monnaie demain. Le nombre de nouvelles blockchains est potentiellement infini. De ce point de vue, les bitcoins ne sont en aucun cas rares, tout comme une offre limitée d'un certain type de pomme ne rend pas encore les pommes rares.

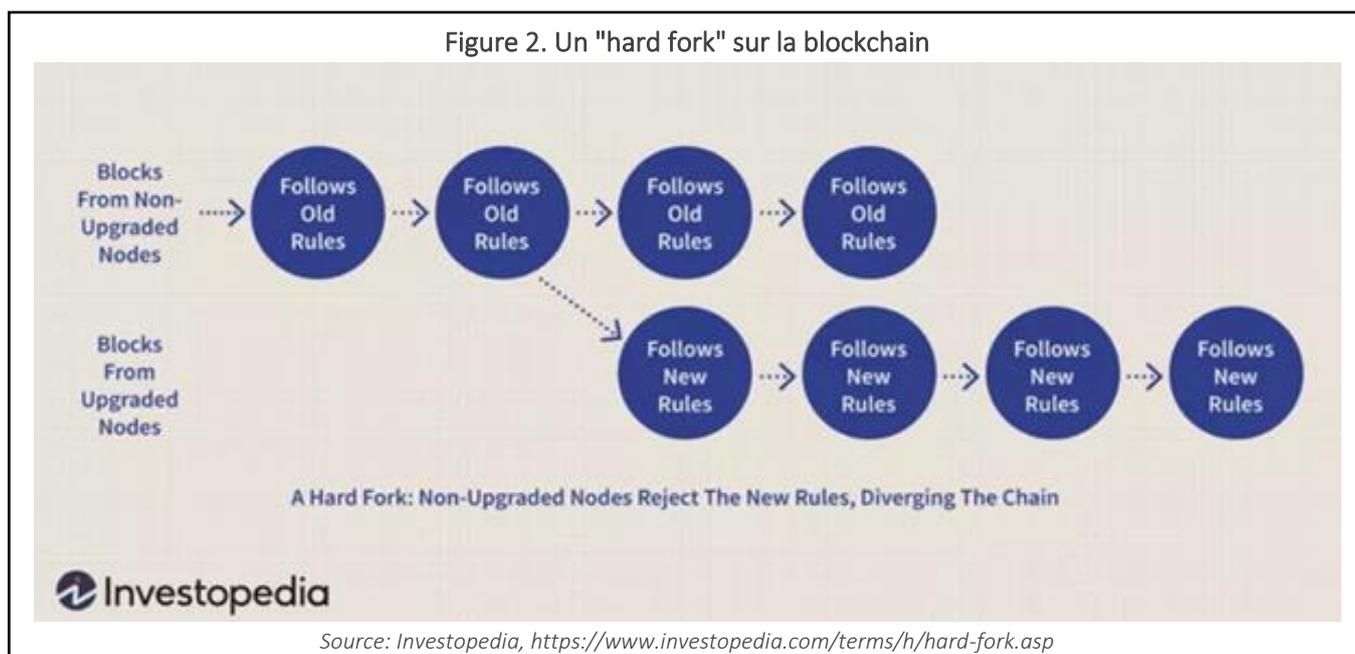
Le bitcoin a l'avantage d'être le plus grand. Grâce aux effets de réseau, il n'est donc pas facile pour les autres crypto-monnaies de faire tomber le bitcoin de son trône, tout comme on ne fait pas tomber Coca-Cola, BlackRock ou Immoweb

de son trône du jour au lendemain. Mais dans le domaine de la technologie, les effets de réseau peuvent avoir une date d'expiration lorsqu'une nouvelle et meilleure technologie émerge. Pensez à Google contre ChatGPT.

Le bitcoin est également tout sauf rare d'un autre point de vue :

Quatrième idée fausse : "Le protocole bitcoin est immuable."

Les « mineurs » contrôlent les nœuds informatiques derrière la blockchain. Ce n'est que lorsque tous les mineurs acceptent les règles d'un protocole de blockchain que de nouveaux blocs peuvent être ajoutés à la blockchain. Mais parfois, il y a un désaccord entre les mineurs sur les nouvelles règles pour accepter un bloc. Si ce désaccord persiste, des ramifications (appelées *hard forks*) se produisent sur la blockchain. Le diagramme ci-dessous clarifie cela (nous l'espérons) :



En raison des hard forks, une série de nouveaux types de bitcoins tels que le Bitcoin Cash, qui, en utilisant des blocs de plus grande taille, peut faire passer le nombre de transactions par seconde de 7 à 116, et le Bitcoin Gold ont vu le jour. Ceux qui pensaient qu'il n'y a qu'un seul bitcoin se trompent.

Quoi qu'il en soit, supposons commodément que nous pouvons considérer le bitcoin comme une denrée rare de toute façon. Même dans ce cas, la story ne tient pas la route.

Cinquième idée fausse : "Plus une chose est rare, plus elle a de valeur."

George Clooney

La rareté est une condition de la valeur relative, du maintien de la valeur ou de la création de valeur, mais la rareté seule ne suffit pas. Et c'est là que l'histoire devient vraiment problématique pour le bitcoin. Pour que la rareté conduise aussi à la valeur, l'objet rare doit aussi être convoité. Et un objet n'est désirable que s'il est utile ou beau. Le bitcoin n'a aucune utilité pratique, si ce n'est celle d'être un moyen de paiement privé inutilement consommateur d'énergie. Et le bitcoin est-il beau ? Voici un exemple de clé privée bitcoin :

Figure 3. Clé privée de Bitcoin sous forme hexadécimale
E9873D79C6D87DC0FB6A5778633389

Qui, à part un arithmomane, pourrait aimer ça ? Pour cacher le manque total de désirabilité du bitcoin, les bitcoins sont invariablement visualisés comme des pièces d'or portant le symbole du bitcoin.

Figure 4. Le bitcoin sous forme de publicité



Mais cette visualisation, comme le bitcoin lui-même, est totalement artificielle. Il est ironique que l'or numérique s'efforce de se présenter comme de l'or physique pour tenter de se rendre désirable. On pourrait tout aussi bien représenter le bitcoin comme une photo de Pamela Anderson ou de George Clooney avec un signe bitcoin tatoué sur le front. Ou mettre du rouge à lèvres sur un cochon.

Bande de jeunes

Pour être considéré comme une bonne réserve de valeur, l'objet doit également pouvoir être stocké en toute sécurité. Les investisseurs qui parquent commodément leurs bitcoins sur des plateformes de crypto-monnaies ou auprès de dépositaires de crypto tombent dans une fosse meurtrière. Vous remettez, en quelque sorte, les clés privées de votre trésorerie à un tiers. Dans le monde des crypto-monnaies, ces tiers tombent comme des mouches. Il y a non seulement les nombreux hacks - une forme numérique de braquage de banque - mais aussi la série interminable de fraudes. Il suffit de penser récemment à la faillite de FTX, juste avant celle de la troisième plus grande plateforme de crypto-monnaie au monde et de son hedge fund affilié Alameda Research. Tous deux étaient gérés par une bande de jeunes incompetents dirigés par Sam Bankman-Fried, le Bernie Madoff en culottes courtes du marché des crypto-monnaies, et sa copine Caroline Ellison.

Ceux qui veulent vraiment garder leurs crypto-monnaies en sécurité ont donc intérêt à rester à l'écart des plateformes et des dépositaires de crypto-monnaies et à stocker eux-mêmes leurs bitcoins. Mais cela ne résout pas le problème de la garde sécurisée, vous ne faites que le déplacer.

Figure 5. Le duo malicieux de SBF et Caroline Ellison

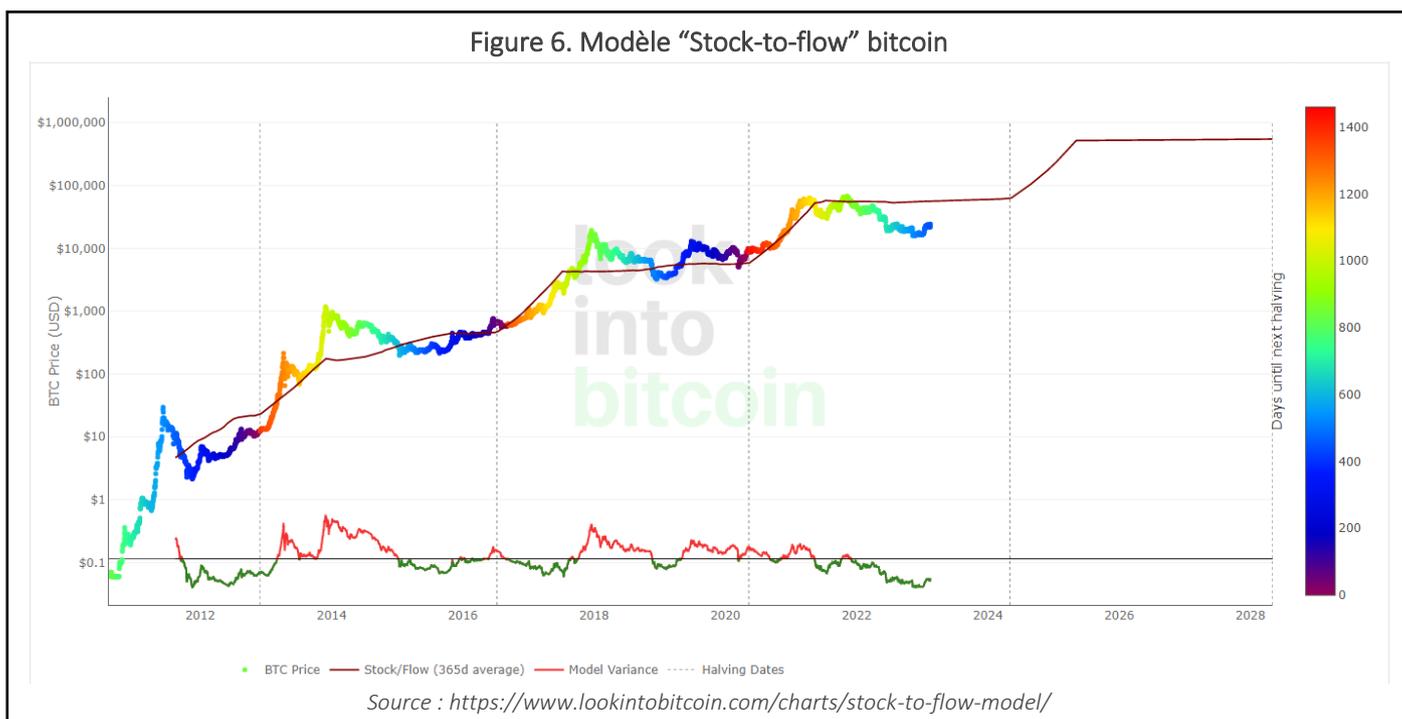


Sixième idée fausse : "Le prix du bitcoin suit un modèle de *stock-to-flow*."

Avec les actifs traditionnels, vous pouvez estimer les prix futurs en se basant sur une valorisation fondamentale basée sur les flux de trésorerie futurs. Les crypto ne produisent pas de flux de trésorerie, ce qui rend leur valorisation fondamentale pratiquement impossible.

Le modèle de valorisation préféré pour le bitcoin est peut-être le modèle "stock-to-flow", qui repose sur la rareté des nouveaux bitcoins par rapport au nombre de bitcoins existants. L'idée sous-jacente est que plus la rareté des nouveaux bitcoins augmente, plus la valeur (et le prix) du bitcoin augmente.

Figure 6. Modèle "Stock-to-flow" bitcoin

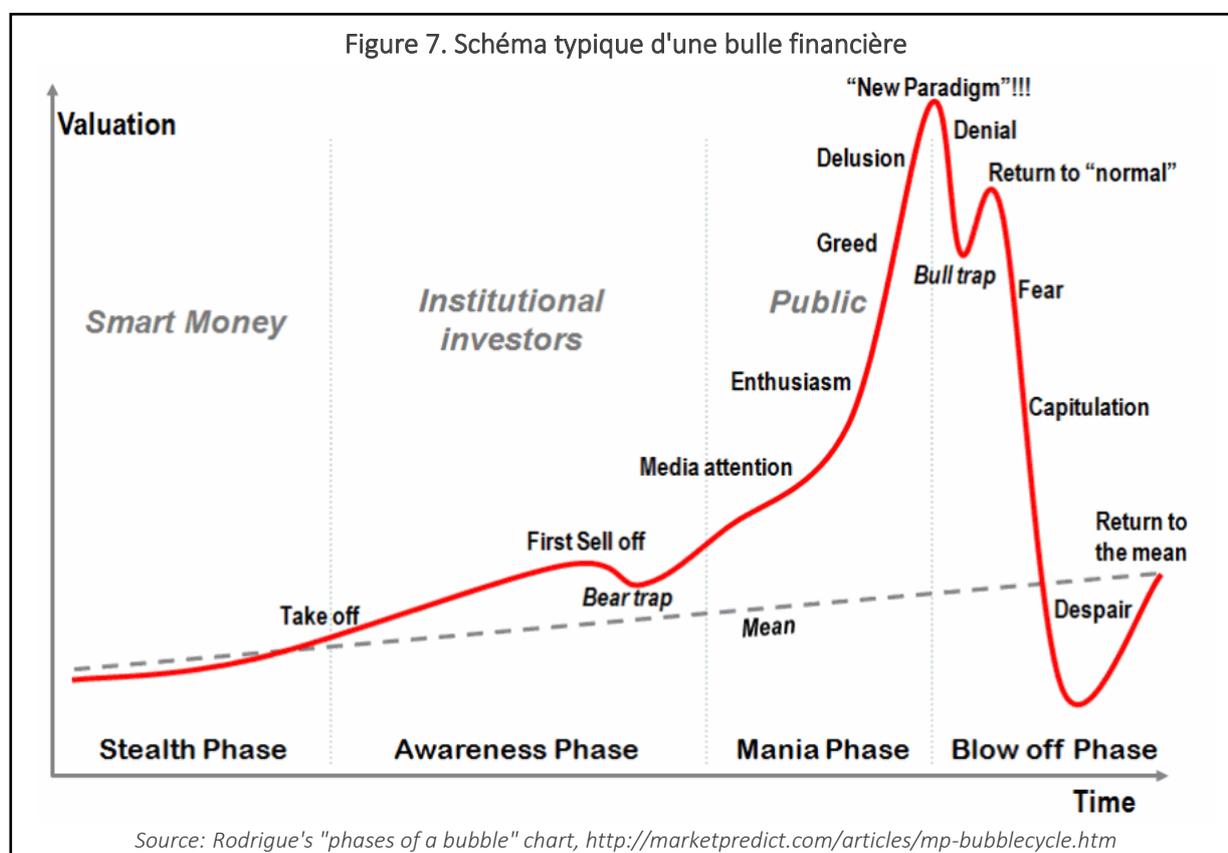


Le graphique montre une certaine corrélation entre le modèle et les niveaux de prix réels. À la fin de 2021, le bitcoin était à peu près au niveau estimé par le modèle. Cela n'a pas empêché le bitcoin de plonger encore plus bas par la suite. Aujourd'hui, le bitcoin cote nettement en dessous de la valeur du modèle. Retour à la hausse donc, comme le suggère la récente reprise des prix ?

C'est loin d'être certain, et ce pour plusieurs raisons. La valeur modèle est basée sur un concept de rareté croissante et suppose implicitement que la rareté (croissante) du bitcoin donne à la monnaie (plus) de valeur. On a fait valoir précédemment que sans désirabilité, cette rareté croissante est de facto dénuée de sens en termes de valeur. Et en l'absence de valeur fondamentale et de désirabilité, le modèle stock-to-flow pour le bitcoin ne sera utile que du point de vue du raisonnement circulaire. Le prix du bitcoin ne convergera vers le niveau du modèle que si suffisamment d'investisseurs y croient. Suffit d'y croire. Ou de ne pas y croire. Qu'est-ce que vous croyez ?

Septième - et dernière - idée fausse : "Le bitcoin n'est pas une bulle".

L'inflation et le dégonflement d'une bulle financière dessinent invariablement le même schéma graphique, très reconnaissable. Le schéma archétypal d'une bulle a été magnifiquement élaboré par l'inégalable Dr Jean-Paul Rodrigue :

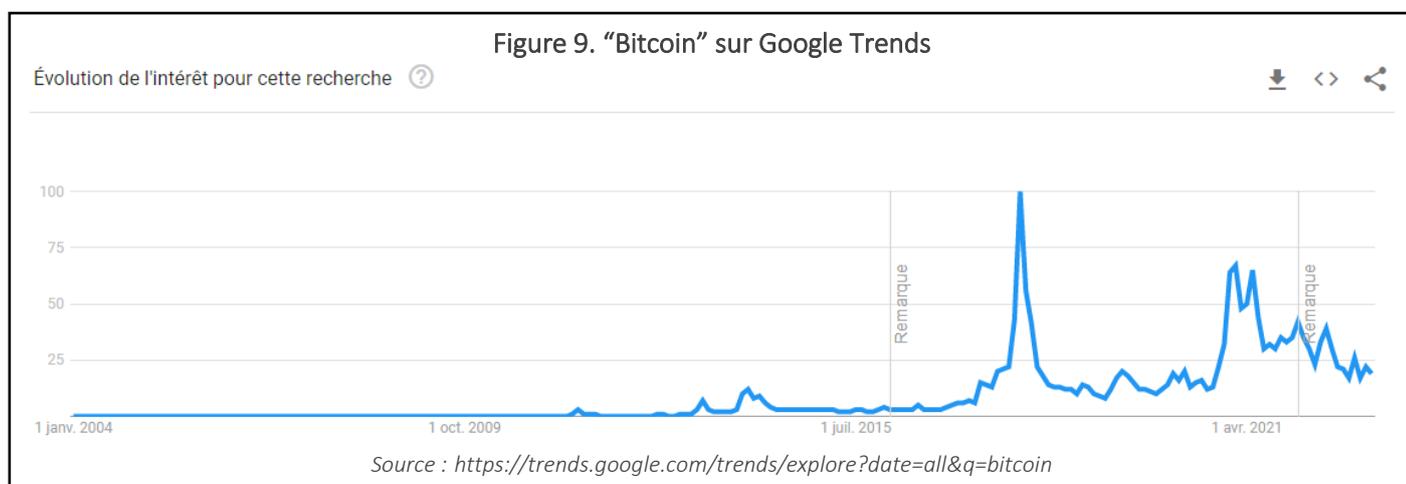


Voici maintenant l'évolution du prix du bitcoin :



Si ça marche et parle comme une bulle, c'est probablement une bulle. Sur le marché boursier, les bulles et les krachs ne sont pas rares. Les nombreuses bulles et les nombreux krachs sur les marchés boursiers qui étaient souvent basés sur des fausses stories concernant les conditions du moment, n'ont pas empêché les mouvements de prix favorables à long terme. Après tout, derrière eux se cachent des flux de trésorerie croissants et une valeur tangible. Mais lorsque seule une fausse story sous-tend l'évolution du marché boursier, un jour ça s'arrête.

La Bitcoin mania est sur ses dernières jambes. Vous pouvez le constater non seulement par la progression graphique, mais aussi par l'enthousiasme déclinant. Cependant, susciter continuellement un nouvel enthousiasme s'avère épuisant mentalement à long terme, tout comme pour les supporters du RSC Anderlecht. Ceci est confirmé par Google Trends :



Paul Krugman a déclaré en 2021 qu'il avait renoncé à prédire le déclin imminent du bitcoin : *"Il semble toujours y avoir une nouvelle fournée de croyants. Peut-être qu'il suffit de le considérer comme un culte qui peut survivre indéfiniment."* Il est tout à fait possible que le bitcoin fasse quelques dernières bulles avant d'éteindre la bougie par son dernier souffle. Mais toute personne qui pense que les belles stories dureront éternellement rêve en couleur. Spéculez tant que vous le pouvez encore et vendez avant qu'il ne soit trop tard.

Jan Longeval

Senior Advisor Eurinvest Partners

Editeur responsable : Kounselor Consulting BV (www.kounselor.be)

