

Rapport stratégique

Bureau du chef des placements | Juin 2022

Actifs numériques : bulle spéculative ou véritable révolution ? Partie 3/3. Gestion de portefeuille

Faits saillants

- › La technologie chaîne de blocs ayant accompagné la venue des actifs numériques semble avoir le potentiel de bouleverser certains marchés et de générer des opportunités.
- › Il est possible que la valeur d'actifs numériques continue de croître en raison de la rareté inhérente à leur fonctionnement et de l'engouement qu'ils suscitent. En revanche, force est de constater que le marché n'est pas à maturité et que la volatilité sera encore au rendez-vous. De plus, il serait peu raisonnable de soutenir que les milliers d'actifs numériques en circulation sont tous voués à générer des rendements semblables à ceux qui ont été observés lors de la dernière décennie.
- › Bien que le rendement du bitcoin ait été important lors de la dernière décennie, il est difficile d'identifier une prime de risque associée qui permettrait de justifier une inclusion des actifs numériques. Le bitcoin ne génère pas de flux monétaires et n'est pas associé (directement ou indirectement) à la croissance économique, à la productivité ou aux taux d'intérêt. Sans prime de risque ou de capacité à générer des flux monétaires, l'inclusion du bitcoin dans un portefeuille pourrait se justifier s'il démontrait les propriétés d'une valeur refuge. Une telle caractéristique serait susceptible de diminuer la volatilité d'un portefeuille et ainsi améliorer son rapport risque-rendement. Cependant, la tendance à la hausse de la corrélation avec les actifs traditionnels depuis le début de la pandémie sème le doute sur la véritable capacité des actifs numériques à agir comme valeur refuge.
- › Depuis quelques années, les banques centrales s'intéressent à la possibilité d'émettre de la monnaie numérique. Dans les processus de consultation qui ont été entamés, les banques centrales proposent une série de conditions nécessaires au développement d'une telle monnaie numérique souveraine parmi lesquelles on retrouve notamment : (1) compléter plutôt que remplacer les formes actuelles de monnaie; (2) proposer des bénéfices pour l'économie qui excèdent les coûts; (3) permettre une protection contre les activités criminelles; (4) protéger l'anonymat des consommateurs; (5) bénéficier du soutien des acteurs clés du secteur bancaire. L'intérêt des banques centrales pour l'émission de devises numériques souveraines et les méthodes envisagées sont un signe que l'engouement pour la chaîne de blocs pourrait largement dépasser le statut de mode passagère.
- › Paradoxalement, l'émission d'une monnaie numérique par une entité comme la Réserve fédérale pourrait porter un coup sévère aux cryptomonnaies actuellement en vogue, dans la mesure où leur pertinence risquerait d'être remise en question.

Christophe Faucher-Courchesne
Associé, stratégie quantitative
Bureau du chef des placements

Nicolas Charlton
Associé, stratégie quantitative
Bureau du chef des placements

Rappel

Les deux premiers rapports consacrés aux actifs numériques ont discuté des mécanismes assurant leur fonctionnement et les différentes perceptions quant à leur valeur fondamentale de ces actifs. Les caractéristiques des actifs numériques ne sont pas encore bien établies, ce qui complexifie l'évaluation de leur valeur fondamentale. La comparaison avec les commodités, les modèles monétaires et l'approche du marché des valeurs refuges sont trois catégories de modèles proposés pour évaluer la valeur des cryptomonnaies. Cependant, de légères variations dans les hypothèses qui entourent ces modèles peuvent toutefois faire grandement varier la valeur fondamentale, ce qui rend toute prévision hasardeuse.

L'ultime question pour un investisseur consiste à déterminer si ces actifs devraient être considérés dans un processus de construction de portefeuille. Pour tenter d'éclairer cette question, le présent rapport discute des propriétés historiques des actifs numériques, de l'impact de leur inclusion dans un portefeuille typique et des considérations pertinentes associées.

Un univers concentré

L'univers des actifs numériques est de plus en plus varié. Depuis l'apparition du bitcoin, des milliers de cryptomonnaies se sont ajoutées au paysage. Malgré cette prolifération, force est d'admettre que le bitcoin demeure la cryptomonnaie la plus importante (**graphique 1**). La capitalisation boursière du bitcoin a diminué au fil du temps, mais représente encore plus de 40 % de la capitalisation boursière totale des actifs numériques.

À titre de comparaison, la plus grande compagnie américaine, Apple, représente environ seulement 6% de la capitalisation boursière totale du marché américain. Malgré le grand nombre d'actifs, il s'agit d'un univers avec des caractéristiques bien moins diversifiées que celui des actions ou des

1 | Le bitcoin reste dominant dans son univers...



Bureau du chef des placements (données via coinmarketcap.com)

obligations. De plus, la corrélation entre le bitcoin et les quatre autres cryptomonnaies avec la plus grande capitalisation boursière¹ est généralement élevée (**graphique 2**).

2 | ... et fortement corrélé à ses pairs



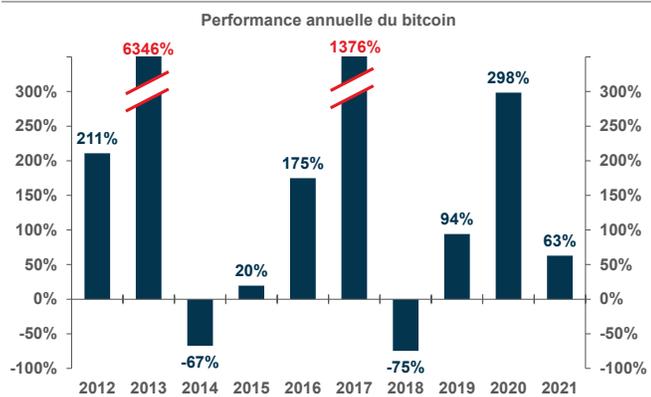
Bureau du chef des placements (données via coinmarketcap.com)

Rendement

En raison de la prépondérance du bitcoin au sein des actifs numériques, du plus grand historique de données et de la corrélation entre les différentes cryptomonnaies, les analyses subséquentes se concentrent sur le bitcoin exprimé en dollars canadiens. Le bitcoin est particulièrement célèbre pour ses rendements historiques ainsi que sa grande volatilité. Depuis 2012, le bitcoin a connu un rendement positif dans 8 des 10 années (**graphique 3, page suivante**).

¹ Les cryptomonnaies stables, les actifs numériques dont la valeur est fixée en référence à une monnaie, sont exclus du palmarès en raison de leur mécanisme fondamentalement différent.

3 | Une montagne russe de rendements annuels

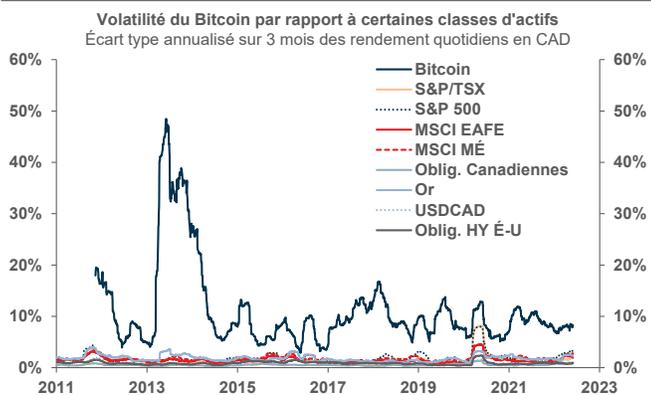


Bureau du chef des placements (données via coinmarketcap.com)

Risque

Comme il est possible de le constater avec le graphique 3, ces rendements n'ont pas été réalisés sans risque. En effet, la volatilité du bitcoin a toujours été largement supérieure aux classes d'actifs traditionnelles (**graphique 4**). Bien que les pics de volatilité du bitcoin semblent s'amoindrir au fil du temps, ceux-ci demeurent plus fréquents et beaucoup plus élevés que pour les actifs composant le portefeuille typique des investisseurs particuliers.

4 | Le bitcoin, un actif très risqué



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

Ces pics de volatilité sont symptomatiques des nombreux reculs par rapport au sommet qu'a connu le bitcoin depuis son lancement. Notamment, la perte maximale fut de 85 % entre décembre 2013 et janvier 2015.

Corrélation

Le profil du bitcoin ne serait pas complet sans porter attention aux corrélations entre celui-ci et les actifs typiques d'un investisseur particulier. La corrélation entre le bitcoin et les actifs traditionnels a été historiquement faible comme démontré par la corrélation calculée sur une période mobile de 90 jours (**graphique 5, page suivante**).

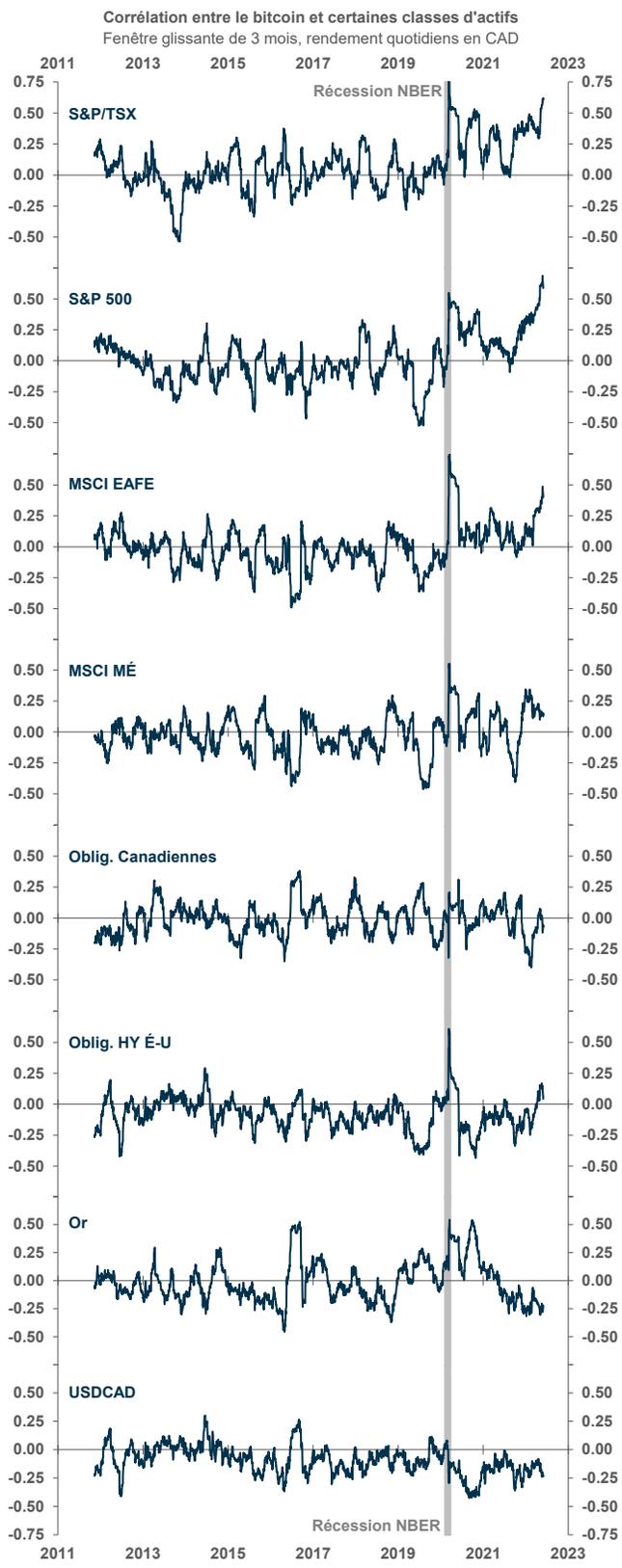
Toutefois, il est possible de remarquer que la corrélation avec les actifs risqués est désormais plus élevée qu'elle ne l'était avant la pandémie. La corrélation avec les actions américaines et canadiennes a d'ailleurs atteint son sommet lors du début de la pandémie en mars 2020. À l'inverse, la corrélation historique avec l'or est restée faible sur l'ensemble de la période. Ces deux observations ne militent pas en faveur de la thèse selon laquelle les actifs numériques sont une valeur refuge comme l'or. Bien qu'un seul évènement ne permette pas de discréditer à tout jamais l'argument, on peut se questionner sur le véritable potentiel de garde de valeur si cette propriété n'a pas été observée au moment le plus opportun depuis le lancement du bitcoin.

L'impact dans un portefeuille

Sans surprise, l'inclusion d'un actif ayant obtenu un rendement aussi important dans un portefeuille équilibré typique d'un investisseur particulier aurait augmenté le rendement dudit portefeuille (**tableau 1, page 5**).

Malgré l'impressionnante volatilité des actifs numériques, il peut être surprenant de constater que celle-ci n'aurait pas nécessairement bouleversé le niveau de risque d'un portefeuille typique d'un investisseur particulier. Ces résultats historiques sont obtenus sous deux conditions : l'allocation en bitcoin aurait dû être d'ampleur limitée et le portefeuille aurait dû être rééquilibré relativement fréquemment, soit mensuellement ou trimestriellement. Malgré les importants reculs par rapport au sommet qu'a connu le bitcoin, la perte maximale périodique du portefeuille aurait été peu

5 | Une basse corrélation, sauf en crise?



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv)

affectée par l'inclusion d'une petite portion de bitcoin.

Les rendements du passé ne sont toutefois pas garants des rendements futurs. Ces analyses permettent d'illustrer que l'inclusion d'un actif très risqué en petite quantité ne perturbe pas l'ensemble du portefeuille, mais ne constituent pas une prévision du rendement attendu au cours des prochaines années.

Considérations fondamentales

De façon plus générale, la décision d'inclure un actif dans un portefeuille doit dépendre des requis d'investissements qui y sont associés. La composition d'un portefeuille visant à maximiser la croissance du capital sera évidemment différente d'un portefeuille visant à préserver le capital ou à immuniser l'investisseur contre ses passifs. Les actifs doivent posséder des caractéristiques qui permettent de justifier leur inclusion, qu'il s'agisse d'une prime de risque ou de la capacité à diversifier le risque.

Bien que le rendement du bitcoin ait été important lors de la dernière décennie, il est difficile de déterminer une prime de risque associée qui permettrait de justifier une inclusion des actifs numériques. Le bitcoin ne génère pas de flux monétaires et n'est pas associé (directement ou indirectement) à la croissance économique, à la productivité ou aux taux d'intérêt.

Sans prime de risque ou de capacité à générer des flux monétaires, l'inclusion du bitcoin dans un portefeuille pourrait se justifier s'il démontrait les propriétés d'une valeur refuge. Une telle caractéristique serait susceptible de diminuer la volatilité d'un portefeuille et ainsi améliorer son rapport risque-rendement. Cependant, la tendance à la hausse de la corrélation avec les actifs traditionnels depuis le début de la pandémie sème le doute sur la véritable capacité des actifs numériques à agir comme valeur refuge.

Tableau 1 Mesures de performances pour diverses allocation en bitcoin

Portefeuille (en CAD)	Rendement** annualisé moyen	Volatilité annualisée	Ratio de Sharpe	Perte maximale
Portefeuille équilibré*	7.0%	6.8%	1.03	7.2%
Portefeuille équilibré + 2% BTC	9.8%	7.7%	1.28	7.3%
Portefeuille équilibré + 4% BTC	12.6%	9.5%	1.33	7.9%
Portefeuille équilibré + 6% BTC	15.4%	11.7%	1.32	10.0%
Portefeuille équilibré + 8% BTC	18.2%	14.2%	1.29	12.2%
Portefeuille équilibré + 10% BTC	21.0%	16.8%	1.25	14.3%

*Allocation au portefeuille équilibré Zéro BTC est de 17.5% S&P 500, 17.5% S&P/TSX, 10% MSCI EAFE, 5% MSCI EM, 50% ICE Canada Broad Market Index, rebalancé trimestriellement. L'inclusion de BTC est faite en réduisant proportionnellement ces poids. **Utilise une période de détention de 2 ans.

Données via Refinitiv de janvier 2014 à mars 2022

Monnaie numérique et banques centrales

Depuis quelques années, les banques centrales s'intéressent à la possibilité d'émettre de la monnaie numérique de banque centrale² (MNBC). Cette nouvelle version de la devise pourrait potentiellement (mais pas nécessairement) faire appel à de nouvelles technologies comme la chaîne de blocs pour soutenir le réseau.

Par exemple, la Réserve fédérale de Boston collabore avec le MIT pour explorer le développement d'une plateforme de MNBC qui tirerait parti de la technologie de la chaîne de blocs³. Le fonctionnement d'un tel système ne signifie toutefois pas nécessairement que le réseau serait entièrement décentralisé comme dans le cas des cryptomonnaies non souveraines. Le réseau pourrait plutôt être partagé par les différentes institutions financières de façon à simplifier les vérifications lors de transferts entre des clients de différentes institutions.

Dans les processus de consultation qui ont été entamés, les banques centrales proposent une série de conditions nécessaires au développement d'une telle monnaie numérique souveraine parmi lesquelles on retrouve notamment : (1) compléter plutôt que remplacer les formes actuelles de monnaie; (2) proposer des bénéfices pour l'économie qui excèdent les coûts; (3) permettre une protection contre les activités criminelles; (4) protéger l'anonymat des

consommateurs; (5) bénéficier du soutien des acteurs clés du secteur bancaire.

Ainsi, l'objectif des banques centrales n'est pas de remplacer le système monétaire actuel, mais plutôt de tenter d'améliorer l'efficacité de celui-ci. Il n'en demeure pas moins que l'intérêt potentiel des banques centrales pour la chaîne de blocs est un signe que cette technologie pourrait bien se répandre davantage. Paradoxalement, l'émission d'une monnaie numérique par une entité comme la Réserve fédérale pourrait porter un coup sévère aux cryptomonnaies actuellement en vogue, dans la mesure où leur pertinence – voire leur légalité – risquerait d'être remise en question.

Conclusion

Les actifs numériques constituent-ils une bulle spéculative ou une véritable révolution ? Il semblerait que ces possibilités ne sont pas mutuellement exclusives. La technologie ayant accompagné la venue des actifs numériques semble avoir le potentiel de bouleverser certains marchés et de générer des opportunités. Dans le même ordre d'idée, l'intérêt (bien qu'encore timide) des banques centrales pour l'émission de devises numériques souveraines est un signe que l'intérêt pour la chaîne de blocs pourrait largement dépasser le statut de mode passagère.

Il est possible que la valeur d'actifs numériques continue de croître en raison de la rareté inhérente à leur fonctionnement et de l'engouement qu'ils

² [Central bank digital currencies: foundational principles and core features, 9 octobre 2020.](#)

³ [Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital, 14 janvier 2022.](#)

suscitent. En revanche, force est de constater que le marché n'est pas à maturité et que la volatilité sera encore au rendez-vous. Il serait peu raisonnable de soutenir que les milliers d'actifs numériques en circulation sont tous voués à générer des rendements semblables à ceux qui ont été observés lors de la dernière décennie. De façon fondamentale, les actifs numériques ne sont pas associés à une prime de risque et n'ont pas encore démontré des caractéristiques de valeur refuge de façon persistante.

De plus, les possibles perturbations technologiques entraînées par la chaîne de blocs ne signifient pas nécessairement que les actifs numériques en sortiront les grands vainqueurs. Les rendements sont rarement effectués par les technologies en soi, mais plutôt par certaines compagnies ayant su les exploiter de façon profitable. À cet égard, les actifs digitaux ne sont pas l'exception : ceux-ci ne sont pas la chaîne de blocs et n'ont pas le monopole de cette technologie. Il est donc difficile de soutenir qu'un engouement pour la technologie se transformera nécessairement en rendement pour les actifs numériques.

Pour ces raisons, il apparaît que l'avenir des actifs numériques non souverains réside davantage dans leur concept de rareté. Quant à l'opportunité de rendement provenant des potentielles innovations engendrées par la technologie sous-jacente aux actifs numériques, une exposition à des compagnies pouvant générer des flux monétaires grâce à la chaîne de blocs semble une approche plus rationnelle.

Bureau du chef des placements

CIO-Office@bnc.ca

Martin Lefebvre

Chef des placements
martin.lefebvre@bnc.ca

Louis Lajoie

Directeur
Stratégie d'investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry

Directeur
Stratégie de portefeuille
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Nicolas Charlton

Associé
Stratégie quantitative
nicolas.charlton@bnc.ca

Mikhael Deutsch-Heng

Associé
Stratégie d'investissement
mikhael.deutschheng@bnc.ca

Zaid Shoufan

Associé
Stratégie de portefeuille
zaid.shoufan@bnc.ca

Christophe Faucher-Courchesne

Associé
Stratégie quantitative
christophe.faucher-courchesne@bnc.ca

Général

Le présent document a été élaboré par Banque Nationale Investissements inc. (BNI), filiale en propriété exclusive de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (TSX : NA).

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation. Les points de vue exprimés ne visent pas à prodiguer des conseils de placement ni à faire la promotion de placements en particulier et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Banque Nationale Investissements inc. a pris les moyens nécessaires afin de s'assurer de la qualité et de l'exactitude des informations contenues aux présentes à la date de la publication. Cependant, Banque Nationale Investissements inc. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de cette information et cette communication ne crée aucune obligation légale ou contractuelle pour Banque Nationale Investissements inc.

BNI ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, BNI et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement.

Le présent document ne peut être distribué qu'au Canada et qu'aux résidents du Canada que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent document ne s'adresse pas à vous si BNI ou toute société affiliée distribuant le présent document fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent document, vous devriez vous assurer que BNI a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Un placement dans un fonds d'investissement (« Fonds ») peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus des Fonds avant de faire un placement. Les titres des Fonds ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les Fonds ne sont pas garantis, leur valeur fluctue souvent et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement dans l'avenir.

© 2022 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.