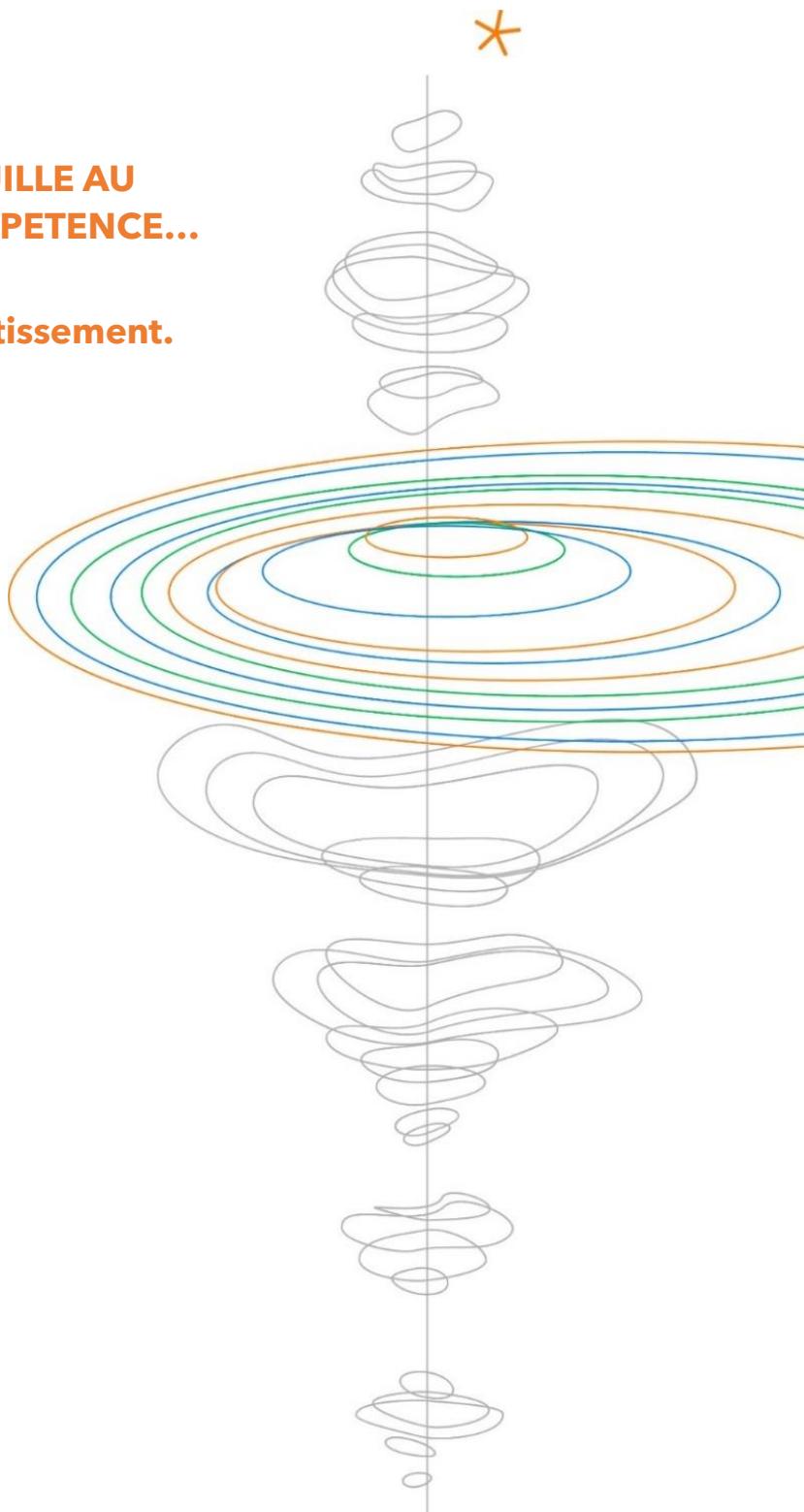


**EXCLURE LE BITCOIN D'UN PORTEFEUILLE AU  
NOM DU RISQUE RELEVE DE L'INCOMPETENCE...**

**... au moins du point de vue de l'investissement.**

"Exposures not yet offered by  
reference players."



## Exclure Bitcoin d'un portefeuille au nom du risque relève de l'incompétence...

... au moins en matière d'investissement.

*"Bitcoin is a highly speculative asset."*

*CL, conférence Reuters Next, 13 January 2021 (Reuters)*

Cette affirmation, régulièrement invoquée pour disqualifier Bitcoin comme actif d'investissement, pourrait émaner d'un avocat ou d'une autorité monétaire de premier plan, mais pas d'un professionnel de l'investissement. En matière de gestion d'actifs, la précision conceptuelle n'est pas un raffinement académique : elle constitue une exigence minimale.

Le terme « actif spéculatif » ne correspond à aucune catégorie stabilisée de la théorie financière. Il ne désigne ni une classe d'actifs identifiable, ni une propriété économique mesurable, ni un critère opératoire de décision. Utilisé sans définition explicite, il peut révéler la rhétorique ...ou l'amateurisme.

« Actif spéculatif » est un mot-valise utilisé quand l'analyse fait défaut. Il commence là où le raisonnement s'arrête. Il revient à substituer un mot à un raisonnement.

Il est raisonnable de postuler que ce qui était visé ici n'était pas une nature prétendument « spéculative » du Bitcoin, mais sa volatilité exceptionnellement élevée. Contrairement au terme employé, la volatilité est une grandeur objectivable, mesurable et utile. Elle décrit l'amplitude des variations de prix ; elle ne dit rien, en elle-même, ni de la valeur d'un actif, ni de sa pertinence dans un portefeuille.

Cette confusion empêche un raisonnement d'investissement rigoureux sur le Bitcoin.

### 1. Un risque à nul autre pareil\*

Bitcoin présente une volatilité extrême, sans beaucoup d'équivalent parmi les actifs financiers traditionnels. Sur de nombreuses périodes, sa volatilité annualisée à 3 mois dépasse 80 %, et elle a fréquemment excédé 100 % si l'on remonte assez loin. Même si cette volatilité tend à décroître à mesure que le marché gagne en profondeur et en liquidité, elle demeure élevée.

De ce point de vue, il n'y a pas de débat possible : le Bitcoin est un actif à très forte volatilité. Le nier serait intellectuellement malhonnête. Mais ce constat, aussi incontestable soit-il, ne constitue pas en soi un argument d'exclusion.

La volatilité n'est ni une faute morale, ni une pathologie. C'est une propriété statistique. Elle mesure l'instabilité du prix, non la nature économique de l'actif. Confondre volatilité et ininvestissabilité revient à confondre mesure du risque et jugement de valeur.

### 2. L'usage du risque n'est pas l'interdiction, c'est le dosage

Investir consiste précisément à accepter une incertitude sur la valeur future d'un actif. Le risque n'est pas un accident de l'investissement : il en est la condition. Qualifier un actif de « trop risqué » n'a aucun sens en termes absolus. Le risque ne se juge jamais indépendamment de la taille de l'exposition.

Un actif très volatil n'est jamais ininvestissable de par son risque. Il devient problématique uniquement lorsque la position est surdimensionnée au regard de la tolérance au risque de l'investisseur. Si Bitcoin est perçu comme 5 ou 10 fois « trop » risqué, la réponse rationnelle n'est pas de l'exclure, mais d'en réduire l'allocation d'un facteur équivalent.

Ainsi, investir 1 000 dollars en Bitcoin expose objectivement à moins de volatilité qu'investir 5 000 dollars dans LVMH, ou 10 000 dans le CAC 40.

Le risque ne réside pas dans la nature de l'actif, mais dans la combinaison de sa volatilité et de la taille de la position. Le risque est une question de dose : Comme je l'ai dit à la Commission des finances le 14 mars 2018 : le chlore est

une substance dangereuse : à forte dose, il est mortel. Mais, une goutte de chlore peut suffire à transformer un verre d'eau en eau potable.

La dangerosité intrinsèque d'un élément n'implique jamais son exclusion ; elle impose un dosage rigoureux. Il en va de même pour Bitcoin. Sa volatilité élevée en fait un actif potentiellement déstabilisant à forte dose, mais à très faible allocation, il peut au contraire réduire le risque global d'un portefeuille par la diversification.

Un actif risqué pris isolément peut même réduire le risque lorsqu'il est introduit marginalement dans un ensemble plus large, dès lors que ses sources de risque diffèrent de celles des autres composantes du portefeuille. Ce n'est pas un paradoxe : c'est le principe de la diversification.

Comme l'ont montré les travaux fondateurs de Markowitz et de Sharpe, le risque pertinent n'est jamais celui d'un actif pris isolément, mais sa contribution marginale au risque du portefeuille, ce qui rend absurde toute exclusion fondée uniquement sur la volatilité.

### 3. La thèse d'investissement précède le risque

La logique correcte de décision est trop souvent inversée. Le risque ne doit pas être le filtre préalable qui conditionne l'accès ou l'exclusion d'un actif. La première question doit être celle de la thèse d'investissement : l'actif est-il attractif ou non ? est-il cher ou bon marché ? apporte-t-il quelque chose de spécifique dans un portefeuille ?

Ce n'est qu'une fois cette thèse établie que le risque intervient, non pour (in)valider la décision, mais pour en déterminer l'ampleur. Le rôle du risque est d'ajuster la taille de l'investissement, non de statuer sur son existence.

Dans cette perspective, il n'existe aucun horizon d'investissement pour lequel le Bitcoin serait, par principe, inadapté. Même avec un horizon très court, de l'ordre de la semaine, une allocation de par exemple 0,1 % d'un portefeuille au Bitcoin est parfaitement compatible avec une gestion rigoureuse du risque.

### Conclusion

Le Bitcoin a une volatilité extrême. Mais la volatilité n'est pas un argument d'exclusion : c'est un paramètre de calibration. Le risque n'interdit jamais l'investissement ; il en fixe la mesure.

En matière d'investissement, exclure de par le risque, peut relever d'une incompréhension des principes élémentaires de la gestion d'actifs.

Le véritable dilemme sur Bitcoin est extrêmement classique en matière de gestion d'actifs : En acheter maintenant alors qu'il est très risqué et potentiellement très bon marché ou préférer en acheter plus tard alors qu'il sera peut-être beaucoup moins risqué... et beaucoup plus cher.

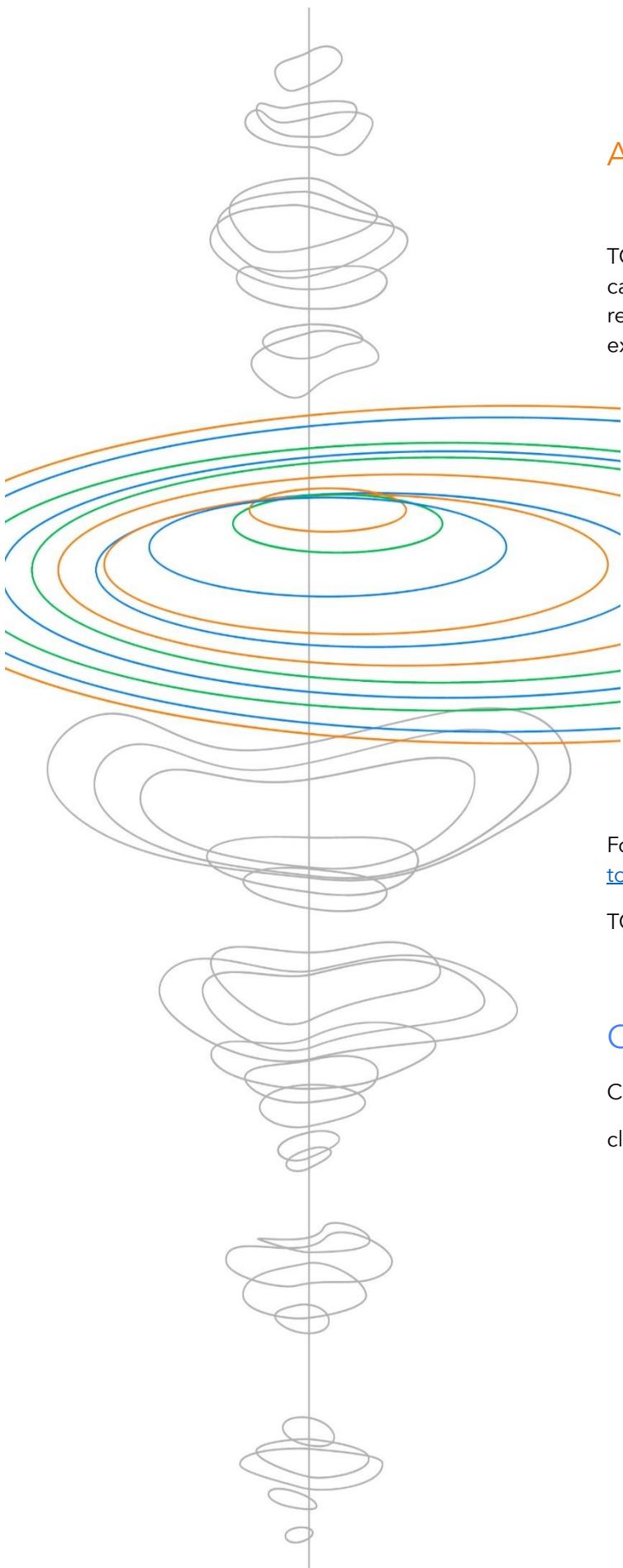
### Références

Markowitz, H. (1952) — Portfolio Selection, *The Journal of Finance*.

Sharpe, W. (1964) — Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance*.

Bernstein, P. L. (1996) — Against the Gods: The Remarkable Story of Risk, Wiley.

\* À nul autre pareil : Expression issue de la devise latine Nec pluribus impar, celle de Louis XIV.



## ABOUT TOBAM

TOBAM is an asset management company offering innovative capabilities designed to maximize the benefits of scientific research to build efficient investment exposures. TOBAM's expertise relies on 3 core pillars:

- TOBAM's Maximum Diversification® approach, supported by original, patented research and a mathematical definition of diversification, provides clients with diversified core exposure, in equity and fixed income markets.
- Bitcoin related Strategies
- The LBRTY® strategy range, which aims to help investors substantially mitigate their exposure (direct and indirect) to autocratic regimes.

For more information, please visit [www.tobam.fr](http://www.tobam.fr) or [tobamdirect.com](http://tobamdirect.com)

TOBAM: Paris, New York, Dublin

## CONTACTS

Client Service

[clientservice@tobam.fr](mailto:clientservice@tobam.fr)