

## Principaux points à retenir

- Les cryptoactifs ont affiché une nouvelle performance positive en avril, grâce à la mise à niveau réussie d'Ethereum Shapella.
- Les indicateurs on-chain pour le bitcoin indiquent une activité de réseau solide en raison de la saga des inscriptions en cours, mais aussi un affaiblissement de l'activité d'accumulation en avril.
- Les risques croissants liés à la souveraineté des États-Unis, compte tenu du plafond de la dette et de la dédollarisation, occupent le devant de la scène sur le plan macroéconomique.

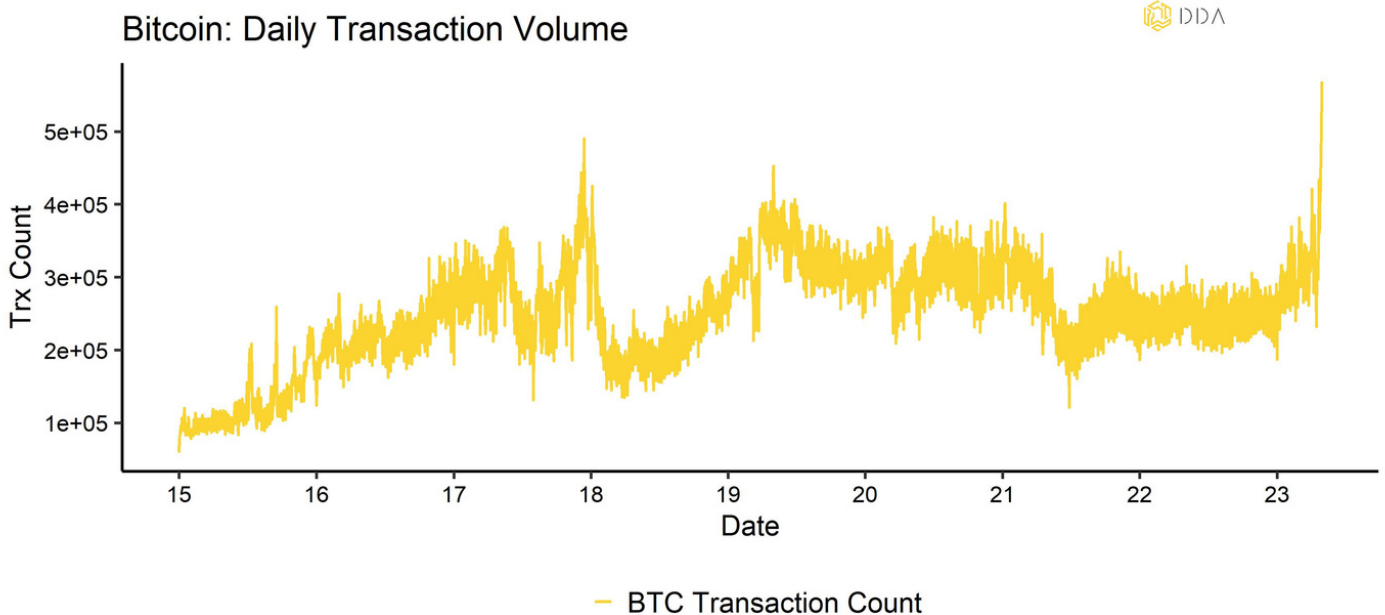
### Auteur:



**André Dragosch**

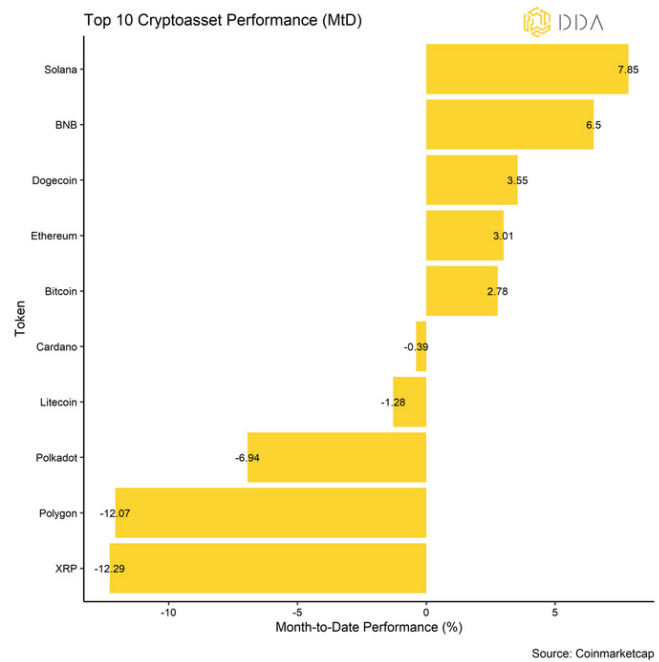
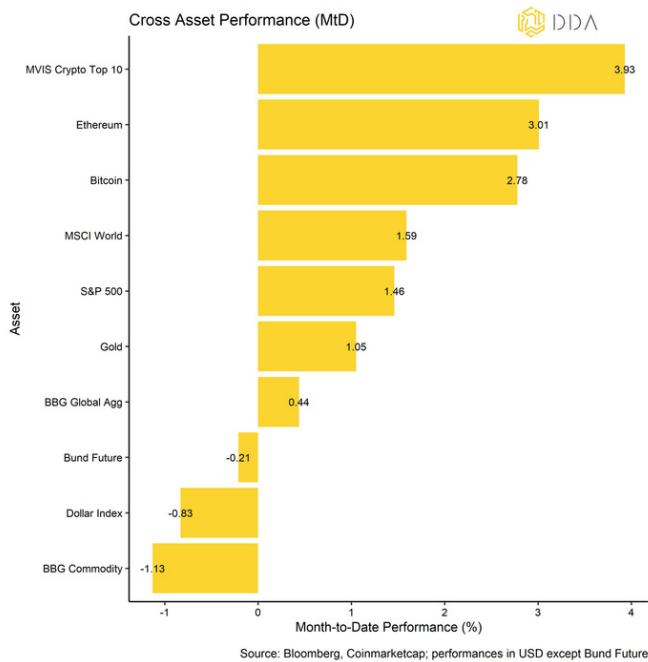
Head of Research  
research@deutschedigitalassets.com

## Graphique du mois



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

# Revue des performances



Les crypto-actifs ont affiché une nouvelle performance positive en avril grâce à la mise à niveau réussie d'Ethereum Shapella et à l'activité réseau toujours élevée pour Bitcoin en raison de la saga des inscriptions.

De même, nos propres produits DDA reflètent bien cette évolution positive des performances en avril:

DDA Product Performance Overview (%)

	Year-to-Date	1 month	3 months	6 months	12 months
DDA Physical Bitcoin ETP	76.2	2.3	26.0	42.9	-25.6
DDA Physical Ethereum ETP	58.0	2.9	18.8	20.1	-34.3
DDA Physical Apecoin ETP	10.9	-4.1	-31.9	-16.0	NA
DDA BITA20 Crypto Asset Index Fund	45.4	1.8	11.0	13.4	-44.2
DDA Absolute Return Multi Strategy	6.2	-1.4	-4.9	-1.6	3.5
DDA Smart Beta Diversified Strategy	59.9	-0.3	13.9	27.6	-22.4

Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets; all information are subject to change; past performance not indicative of future returns



Alors que les ETP Bitcoin et Ethereum se sont très bien comportés, l'ETP Apecoin a sous-performé en raison du déblocage progressif des jetons qui aura lieu au cours des prochains mois en raison du calendrier d'acquisition spécifique qui permettra aux premiers développeurs de Yuga Labs, à l'organisation caritative et aux fondateurs de distribuer leurs jetons. Cela a très probablement exercé une certaine pression à la baisse sur le prix.

En outre, la stratégie alpha a bien fonctionné pendant la première partie du mois mais a souffert des mouvements chaotiques des dix derniers jours, en particulier les stratégies à court terme. Le programme bêta a également sous-performé à la fin du mois, pénalisé par les stratégies momentum fortement exposées aux altcoins, qui ont corrigé plus fortement.

En bref, parmi les 10 principaux crypto-actifs, Solana, BNB et Dogecoin ont été les plus performants. Solana a été soutenu par de nombreux développements positifs dans l'écosystème et une forte augmentation de l'intérêt pour les produits dérivés. Le BNB a surperformé principalement en raison du lancement du projet launchpool de Binance, Sui farming, tandis que la performance du Dogecoin a été stimulée par l'excitation dans l'espace des coins mêmes en raison du lancement de du coin Pepe en avril.

Après la mise à jour réussie d'Ethereum Shapella le 12th d'avril, nous avons assisté à une augmentation significative de la surperformance des altcoins par rapport au bitcoin, mais celle-ci s'est progressivement estompée jusqu'à la fin du mois. Au cours du mois d'avril, seuls 10 % des altcoins suivis ont réussi à surperformer le bitcoin, alors que la surperformance était de 45 % quelques jours seulement après la mise à jour de l'Ethereum.

La dispersion des performances des crypto-actifs s'est considérablement accrue au cours du mois d'avril, la mise à niveau d'Ethereum Shapella en étant le principal catalyseur. Une augmentation de la dispersion signifie que les performances des crypto-actifs sont de plus en plus influencées par des facteurs spécifiques aux coins plutôt que par des facteurs systématiques.

**En bref : Les crypto-actifs ont affiché une nouvelle performance positive en avril grâce à la mise à niveau réussie d'Ethereum Shapella et à l'activité réseau toujours élevée pour Bitcoin en raison de la saga des inscriptions.**

## Commentaire sur la macroéconomie et les marchés

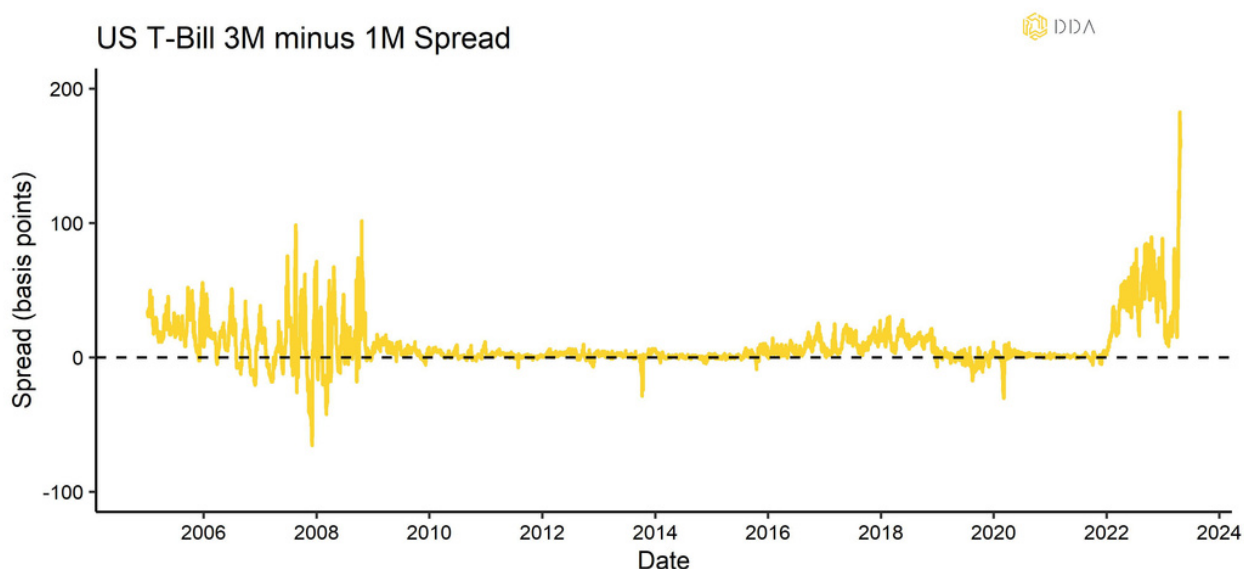
L'un des thèmes dominants sur le plan macroéconomique a été la poursuite de la montée du risque souverain américain à l'approche de l'échéance du plafond de la dette. Selon la plupart des estimations, le Trésor américain sera probablement à court de liquidités d'ici le mois de juillet de cette année, ce qui pourrait entraîner un défaut technique si les États-Unis manquaient un paiement de coupon ou d'échéance sur leur dette. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le compte général du Trésor (TGA) de la Fed dispose d'environ 166,5 milliards d'USD, mais il s'est contracté d'environ -64 milliards d'USD par mois cette année.

C'est également la raison pour laquelle les opérateurs ont commencé à surenchérir sur l'assurance contre les défaillances de crédit pour les États-Unis.



À l'heure où nous écrivons ces lignes, les CDS américains à un an ont atteint 177 points de base, soit le niveau le plus élevé jamais enregistré. En supposant un taux de recouvrement théorique de 40 % en cas de défaillance, un taux de CDS de 177 points de base implique une probabilité de défaillance de 2,95 % sur un an. Ce taux reste donc relativement bas, mais les CDS américains à un an et à cinq ans ont commencé à grimper très rapidement.

Cela a également entraîné certaines distorsions à l'extrémité courte de la courbe du Trésor américain, l'écart entre les bons du Trésor à 3 mois et les bons du Trésor à 1 mois atteignant les niveaux les plus élevés jamais enregistrés. Cette situation est en contradiction avec le rythme annoncé des hausses de taux de la Fed, qui devrait être plus visible dans les rendements des bons du Trésor à court terme, tels que les bons du Trésor à un mois, et reflète très certainement l'aversion croissante au risque des investisseurs obligataires à la lumière du plafond de la dette, qui délaisse les bons du Trésor à trois mois au profit des bons du Trésor à un mois, mais aussi le fait que le Trésor américain a réduit ses émissions de bons du Trésor à un mois ces derniers temps.



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets

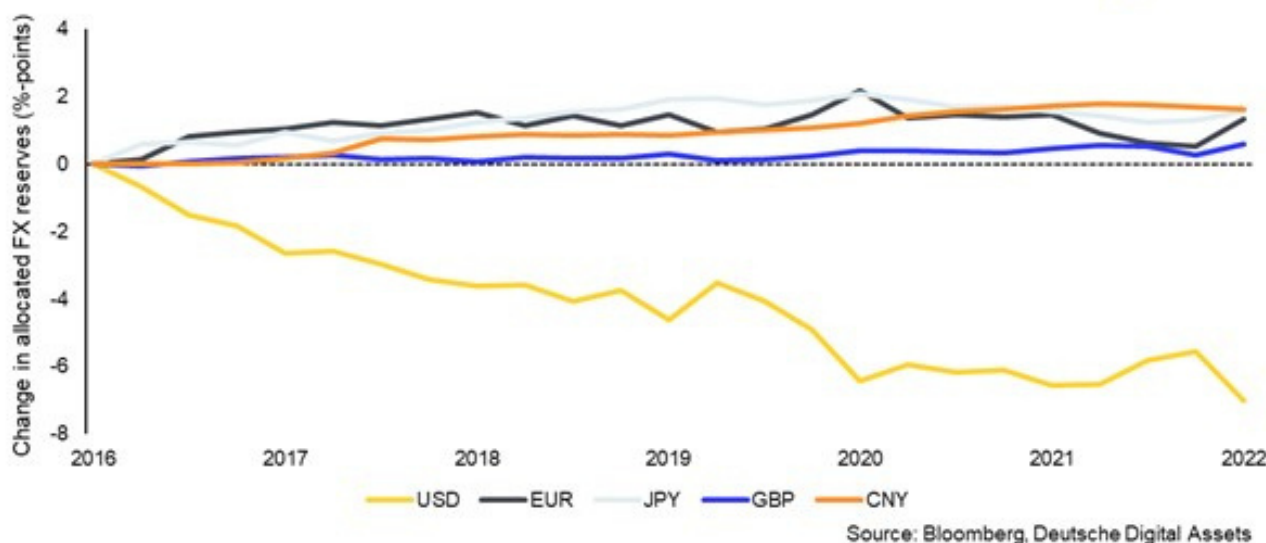
Dans ce contexte, le dollar américain suscite des inquiétudes croissantes et un potentiel de "dédollarisation", c'est-à-dire de désinvestissement stratégique des actifs libellés en dollars par les entreprises étrangères et les États souverains.

Par ailleurs, la dédollarisation a également été soutenue par les développements politiques dans les pays BRICS qui ont décidé de libeller leurs échanges bilatéraux dans d'autres monnaies que le dollar américain et par le fait que les achats d'or les plus récents des banques centrales ont été les plus élevés depuis 1967. L'or est toujours considéré comme l'"anti-dollar" par les acteurs traditionnels des marchés financiers.

La part du dollar américain dans les réserves de change mondiales se maintient à 58,3 % à la fin de 2022, tandis que les allocations aux monnaies concurrentes telles que le yuan chinois restent relativement faibles (2,3 % à la fin de 2022). Néanmoins, la tendance à la dédollarisation est clairement visible dans les données :

## De-Dollarization

Change in global allocated FX reserves since 2016



La part du dollar américain dans les réserves de change allouées au niveau mondial a diminué de plus de 7 % depuis 2016, tandis que la part des autres grandes monnaies a augmenté.

Toutefois, la dédollarisation est un processus structurel qui s'étend sur plusieurs décennies et ne se produit pas du jour au lendemain. Cela dit, un renversement de la politique monétaire américaine et des taux structurellement plus élevés en Europe et dans d'autres régions pourraient provoquer un exode structurel des actions internationales et des flux de portefeuilles obligataires hors des États-Unis, ce qui pourrait accélérer la dédollarisation, y compris d'un point de vue cyclique.

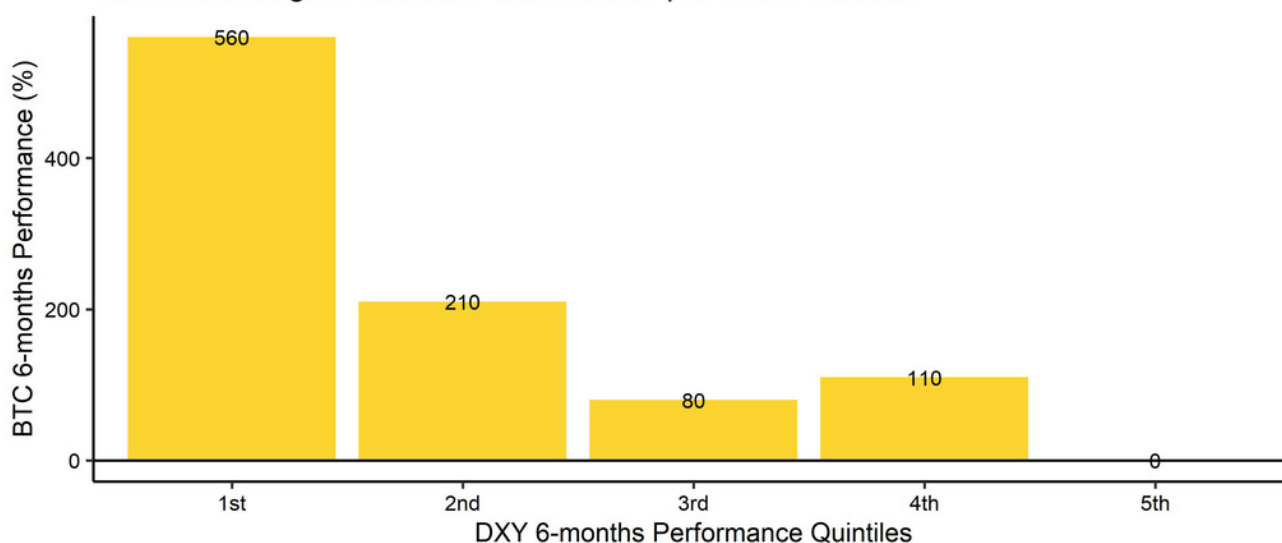
En ce qui concerne le dollar américain, notre modèle interne de facteurs macroéconomiques, qui mesure les sensibilités et le pouvoir explicatif de différents facteurs macroéconomiques pour le bitcoin, montre une sensibilité croissante du bitcoin au facteur dollar américain et au facteur politique monétaire en avril.

Ces deux macro-facteurs sont désormais les plus importants en ce qui concerne les variations du prix du bitcoin. Les variations du prix du bitcoin semblent désormais particulièrement sensibles aux changements du facteur macroéconomique du dollar américain (voir l'annexe). Les corrélations sur 60 jours entre le BTC et l'indice du dollar (DXY) ont continué à augmenter mais restent négatives, ce qui signifie que les dépréciations du dollar ont été associées à une hausse des prix du bitcoin au cours des 60 derniers jours.

Nous réitérons notre position selon laquelle la faiblesse structurelle du dollar américain serait très positive pour les prix des crypto-actifs et en particulier pour le bitcoin en tant que monnaie de réserve mondiale alternative. Ceci est également mis en évidence dans le tableau suivant qui montre la performance du bitcoin en fonction de la performance de l'indice du dollar (DXY). Les performances les plus élevées du bitcoin ont été historiquement observées pendant les périodes de faiblesse significative du dollar (1st quintile de performance du DXY):



## Bitcoin: Average 6-months Performance per Dollar Quintile



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets; Sample: Jan 2011 - Apr 2023

Dans le même temps, la part inexpliquée de la variation du prix du bitcoin ("résiduelle") a progressivement diminué et est désormais inférieure à 50 %. Le pourcentage élevé de variations de prix non expliquées par des facteurs macroéconomiques est très probablement dû à l'augmentation des inscriptions et à l'activité du réseau spécifique aux pièces de monnaie.

Les récents commentaires optimistes des membres du FOMC, qui suggèrent une nouvelle hausse des taux de 25 points de base en mai, ont continué à soutenir l'exode des dépôts bancaires vers les fonds du marché monétaire. Il semble que le scénario "whatever it breaks" soit toujours d'actualité, c'est-à-dire que la Fed poursuivra son resserrement jusqu'à ce que l'instabilité financière réapparaisse. Cela dit, le marché s'attend actuellement à ce que la Fed procède à une dernière hausse des taux en mai, suivie d'une baisse de 25 points de base d'ici la fin de l'année. La probabilité que quelque chose "casse" ne peut qu'augmenter à mesure que les liquidités en dollars continuent de s'assécher. Les preuves anecdotiques d'une pénurie aiguë de dollars dans des pays en développement comme l'Argentine ou l'Égypte ajoutent à l'inquiétude que la liquidité reste faible à l'échelle mondiale.

Les résultats de banques régionales telles que la First Republic Bank (FRBK) ont récemment déçu les attentes et pourraient être un signe de risques persistants dans le secteur bancaire, la FRBK ayant fait état de sorties de dépôts plus importantes que prévu. Il semble également que la faiblesse du cours de l'action de la FRBK ait soutenu la dernière reprise à court terme des prix des crypto-actifs. Au cours du week-end, le gouvernement américain a négocié un renflouement de la FRBK par JP Morgan. La faillite de la FRBK est l'une des plus importantes de l'histoire financière des États-Unis.

Les données récentes des banques centrales suggèrent que le stress bancaire s'est peut-être stabilisé mais n'a pas complètement disparu à en juger par l'utilisation récente par les banques commerciales du BTFP et de la fenêtre d'escompte de la Fed.

Néanmoins, les perspectives de croissance mondiale en dehors des États-Unis continuent de dépasser les attentes, ce qui est très probablement dû à la ré-accélération en cours de la croissance chinoise. Dans ce contexte, les récentes surprises positives concernant les bénéfices des sociétés américaines à grande capitalisation peuvent également être dues à ce facteur, étant donné que la plupart des sociétés américaines à grande capitalisation ont généralement une forte exposition aux ventes internationales.

Entre-temps, les enquêtes régionales de la Fed et d'autres indicateurs avancés ont pour la plupart confirmé que l'économie américaine continue de ralentir. Un modèle de récession de la Fed de New York indique avec une probabilité de 57,8 % que l'économie américaine entrera probablement en récession au cours des 12 prochains mois, soit la probabilité la plus élevée depuis 1982. La récession semble faire partie intégrante du gâteau et fait également l'objet d'un consensus parmi les économistes interrogés par Bloomberg, qui estiment la probabilité médiane de récession à 65 %.

L'idée d'une récession aux États-Unis devrait progressivement s'estomper en tant que vent contraire pour les marchés d'actions et les marchés des crypto-actifs, car les marchés d'actions ont historiquement atteint leur niveau le plus bas lorsque les indicateurs avancés tels que l'enquête ISM sur l'industrie manufacturière ont atteint leur niveau le plus élevé.

Plus encore, la faiblesse accrue de l'économie et du marché du travail américain devrait inciter la Fed à suspendre ses efforts de resserrement et à entamer un nouveau cycle d'assouplissement de la politique monétaire, ce qui constituerait un avantage considérable pour les crypto-actifs.

**En bref : L'augmentation des risques souverains américains à l'approche du plafond de la dette et de la dédollarisation occupe le devant de la scène sur le front macroéconomique. Une faiblesse significative du dollar constituerait un puissant soutien pour les crypto-actifs, en particulier le bitcoin.**

L'idée d'une récession aux États-Unis devrait progressivement s'estomper, car elle semble être déjà intégrée dans les cours pour l'instant et parce que les marchés boursiers ont historiquement atteint un creux dans les indicateurs avancés, ce qui serait également positif pour les marchés des crypto-actifs. Une faiblesse économique accrue pousserait également la Fed à faire une pause et à entamer un nouveau cycle d'assouplissement, ce qui constituerait un avantage significatif pour les prix des crypto-actifs.



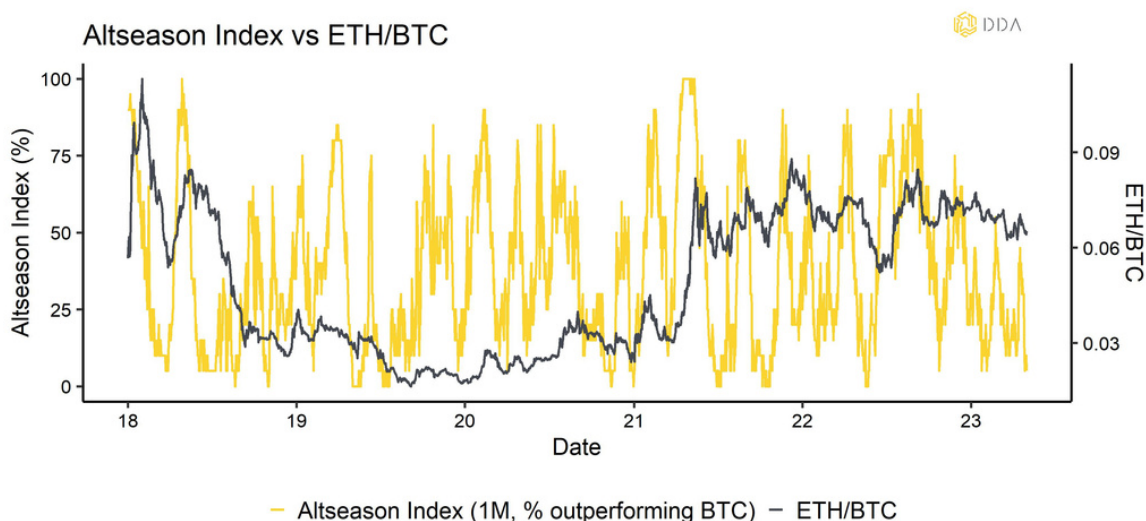
# Analyse des données on chain

L'événement le plus important du mois d'avril du point de vue des données on chain a probablement été la mise à niveau de Shapella par le réseau Ethereum, qui a eu lieu le 12/04/2023.

Nous avons rédigé un article détaillé sur les tenants et les aboutissants de cette mise à niveau, n'hésitez pas à le lire si vous ne l'avez pas encore fait (voir ici).

La mise à niveau elle-même a servi de catalyseur pour rattraper la sous-performance de l'Ethereum par rapport au Bitcoin juste avant la mise à niveau de 2023. Les traders de produits dérivés ayant dénoué leurs couvertures à la baisse après la réussite de la mise à niveau, l'Ethereum a pu à nouveau surperformer le Bitcoin.

Mais la mise à niveau de l'Ethereum a également servi de catalyseur plus large pour ce qui semble être une nouvelle "Altseason" - un environnement de marché où les crypto-actifs ex-bitcoin commencent à surperformer de manière significative le bitcoin.



Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets

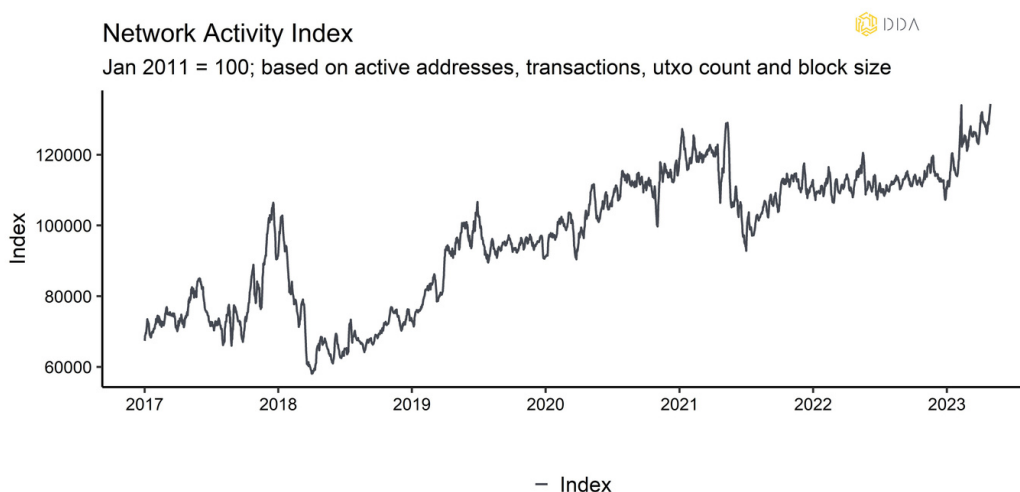
L'année 2023 a été caractérisée jusqu'à présent par une surperformance significative du bitcoin, mais nous avons vu les premiers signes de la fin de cette surperformance. Juste après la mise à jour, notre indice Altseason a signalé que la majorité des altcoins que nous suivons ont été capables de surperformer le bitcoin sur une semaine.

Dans le même temps, les paramètres de base de la chaîne du bitcoin restent très solides, ce qui devrait continuer à soutenir l'ensemble des marchés des crypto-actifs à l'avenir.

Par exemple, le volume total des transferts sur la blockchain Bitcoin a atteint un nouveau record historique au cours du week-end (voir le graphique du mois). En d'autres termes, il n'y a jamais eu autant de transactions sur la blockchain Bitcoin qu'aujourd'hui. Le fait que cela se soit produit au moment où le gouvernement américain a négocié le sauvetage de la First Republic Bank et de JP Morgan n'est probablement qu'une drôle de coïncidence.

Notre indice interne d'activité du réseau Bitcoin indique également que l'activité globale du réseau sur la couche de base reste au niveau des sommets atteints lors du dernier marché haussier, à la mi-2021.

## Bitcoin: Price vs Network Activity Index



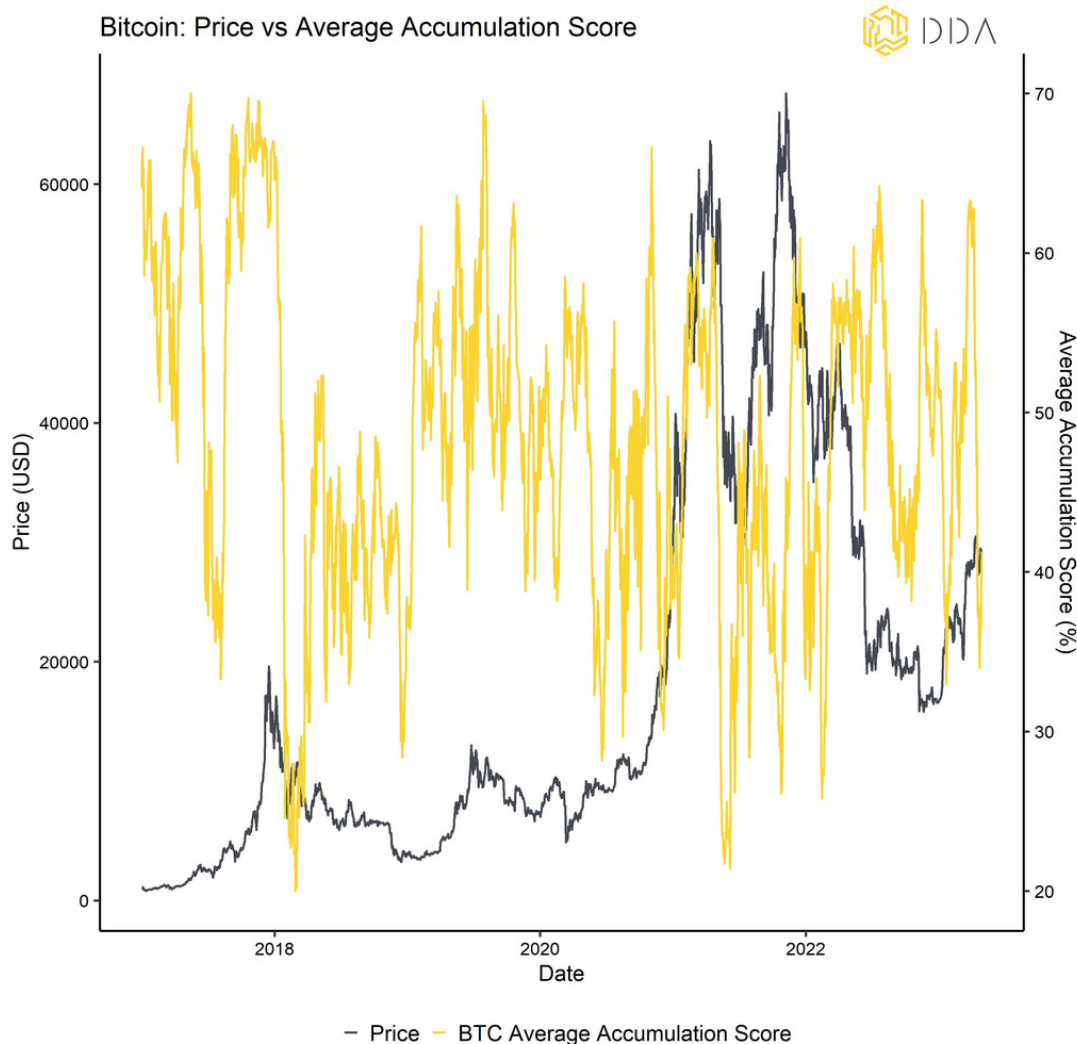
Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

L'une des raisons est que le volume des inscriptions continue d'augmenter, le nombre quotidien de nouvelles inscriptions sur la blockchain Bitcoin ayant atteint le niveau le plus élevé jamais enregistré le 24/04/23, avec près de 200 000 nouvelles inscriptions en une seule journée. La plupart de ces inscriptions étaient des inscriptions de type texte, ce qui explique qu'elles n'aient pas eu d'influence significative sur la taille des blocs.

À l'heure où nous écrivons ces lignes, environ 1,7 million d'inscriptions ont eu lieu sur la blockchain Bitcoin, la majorité de ces inscriptions étant de type texte (~1,05 million) et image (~0,649 million) selon les données compilées par Glassnode.

Il est intéressant de noter que le dernier pic du volume d'inscriptions a atteint une moyenne de 40 % de toutes les transactions (c'est-à-dire que 4 transactions sur 10 contenaient une inscription), mais seulement 20 % de la taille moyenne du bloc.

En revanche, l'accumulation de bitcoins a semblé plutôt discrète. La faiblesse du prix à la suite de la mise à niveau d'Ethereum en a très probablement été la conséquence. En fait, notre mesure interne de l'activité d'accumulation pondérée dans toutes les cohortes de portefeuilles Bitcoin est tombée à son niveau le plus bas depuis le début de l'année.



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets, Own calculations

Cela dit, des niveaux très bas devraient plutôt être considérés comme un signal d'achat contraire de notre point de vue.

Mais ce qu'il faut retenir, c'est que si les indicateurs de base de la chaîne Bitcoin, tels que le volume total des transferts, semblent toujours solides, l'activité d'accumulation de Bitcoin semble s'être affaiblie en avril.

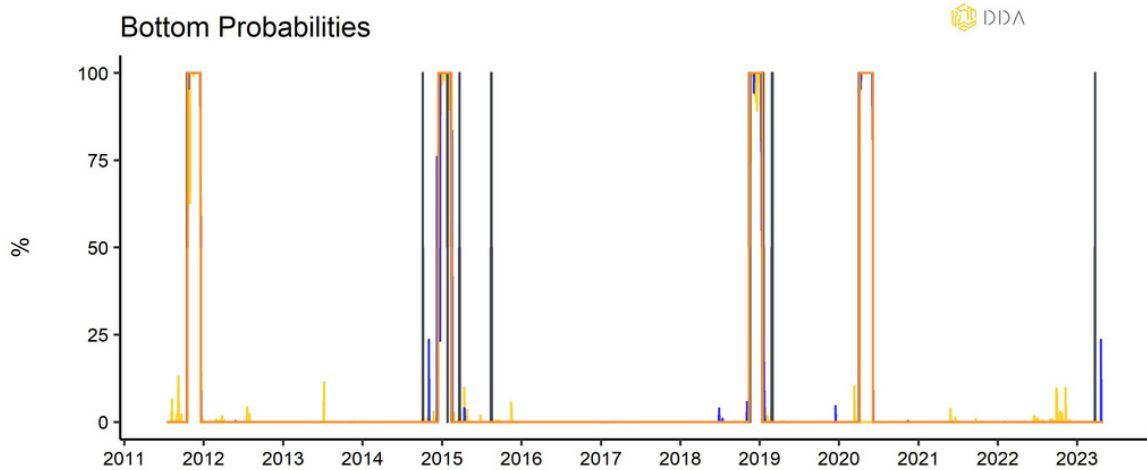
Ce point de vue est également corroboré par le fait que les soldes d'échange du bitcoin ont lentement augmenté en avril, ce qui implique des entrées nettes de devises qui augmentent généralement la pression à la vente. Dans le même temps, les soldes d'échange pour l'Ethereum ont continué à diminuer et ont atteint leur plus bas niveau depuis plusieurs années.

Toutefois, du point de vue de la valorisation, notre indicateur composite interne de valorisation du bitcoin, qui intègre 7 mesures de valorisation différentes, se situe actuellement autour du percentile 48 % selon nos calculs, tandis que les valorisations de l'Ethereum se situent déjà autour du percentile 65 %.

Ainsi, sur la base de ses propres valorisations historiques, l'Ethereum semble être légèrement plus cher que le Bitcoin aujourd'hui, mais les valorisations des deux cryptoactifs restent attrayantes et ne signalent pas encore de surévaluation.

Notre modèle interne de probabilité de baisse du cours du bitcoin indique clairement que le pire est derrière nous et qu'un nouveau cycle de marché haussier a très probablement commencé :

### Bitcoin Bottom Probability

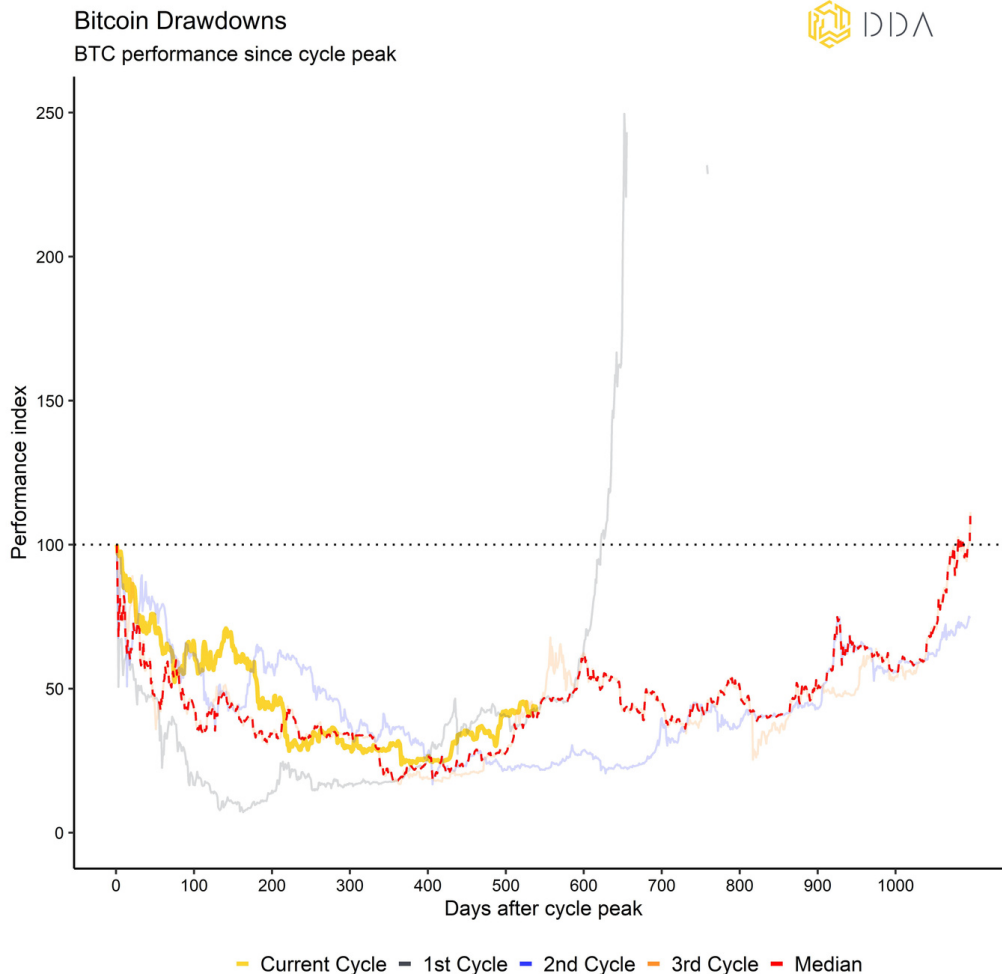


— Random Forest — Conditional Tree — Probit — Logit

Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

Ceci étant dit, l'historique des performances du bitcoin suggère que le moment où il atteindra de nouveaux sommets historiques pourrait très bien se situer dans plus d'un an. D'après l'évolution historique des trois derniers cycles baissiers, on peut supposer que le bitcoin atteindra de nouveaux sommets en octobre 2024, ce qui serait également cohérent avec la réduction de moitié qui est sur le point d'avoir lieu en avril 2024.

Jusqu'à présent, le cours du bitcoin a suivi de près la trajectoire médiane de reprise des trois derniers cycles :



Past performance not indicative of future returns. Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets

Notre hypothèse de base est que les prix des crypto-actifs ne reviendront pas sur les creux du cycle baissier de novembre 2022 et que le marché baissier est très probablement terminé, mais que de nouveaux sommets historiques ne sont pas non plus imminents à court terme.

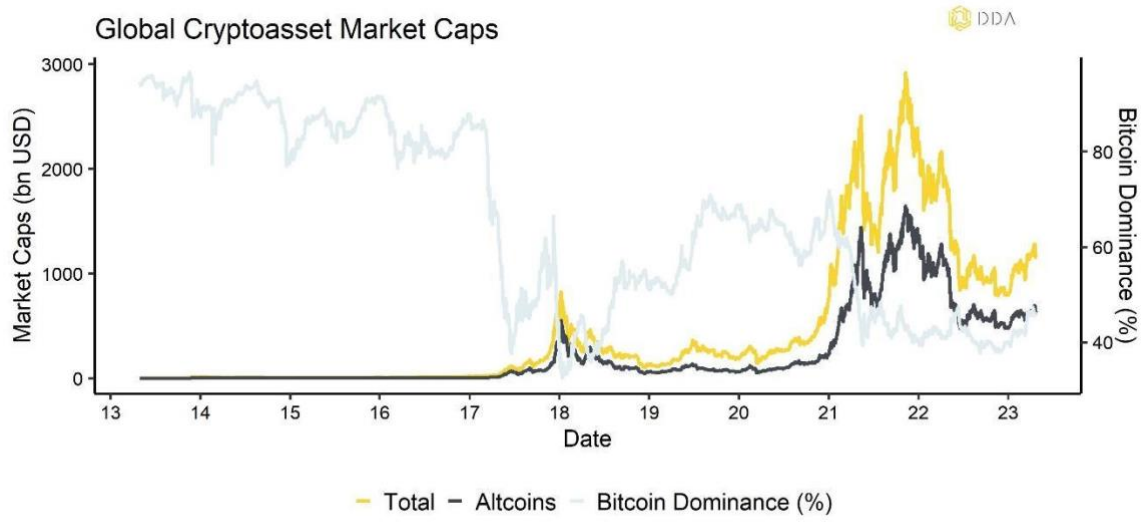
En ce qui concerne les modèles de performances historiques, nous avons récemment publié un court article sur la saisonnalité du bitcoin. Ne manquez pas de le lire si vous ne l'avez pas encore fait (voir ici).

Entre autres conclusions, l'analyse de saisonnalité mentionnée ci-dessus implique que les investisseurs devraient au moins conserver leurs positions pendant les mois d'été, car les mois de mai et de juin ont historiquement affiché des rendements supérieurs à la moyenne pour le bitcoin dans le passé.

**En bref : La mise à niveau d'Ethereum Shapella aurait pu servir de catalyseur pour une "Altseason" plus large - un environnement de marché où les crypto-actifs ex-Bitcoin ont tendance à surperformer. Les indicateurs on-chain pour Bitcoin impliquent une activité réseau solide en raison de la saga des inscriptions en cours, mais aussi un affaiblissement de l'activité d'accumulation en avril.**

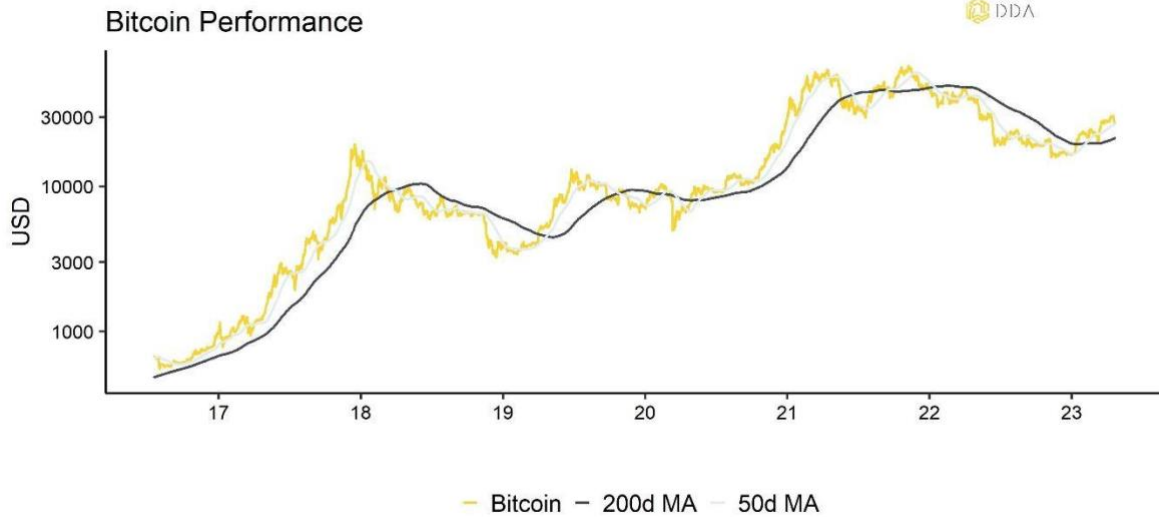
Les soldes d'échange pour le bitcoin ont lentement augmenté, tandis que les soldes d'échange pour l'ethereum ont continué à diminuer. Notre hypothèse de base est que les prix des crypto-actifs ne reviendront pas sur les plus bas du cycle baissier de novembre 2022 et que le marché baissier est très probablement terminé, mais que de nouveaux sommets historiques ne sont pas non plus imminents à court terme.

# Aperçu du marché des cryptoactifs

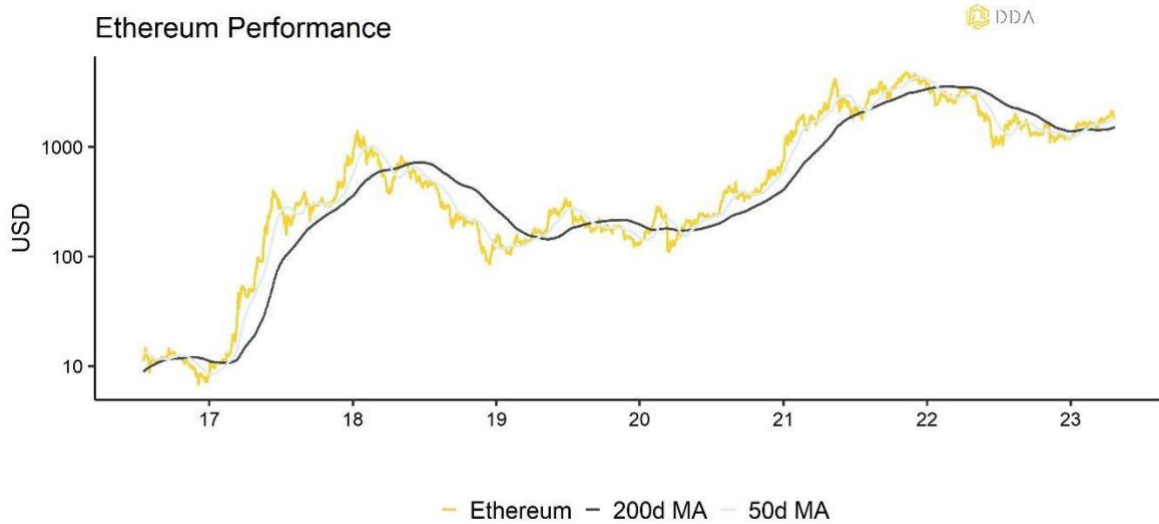


Source: Coinmarketcap

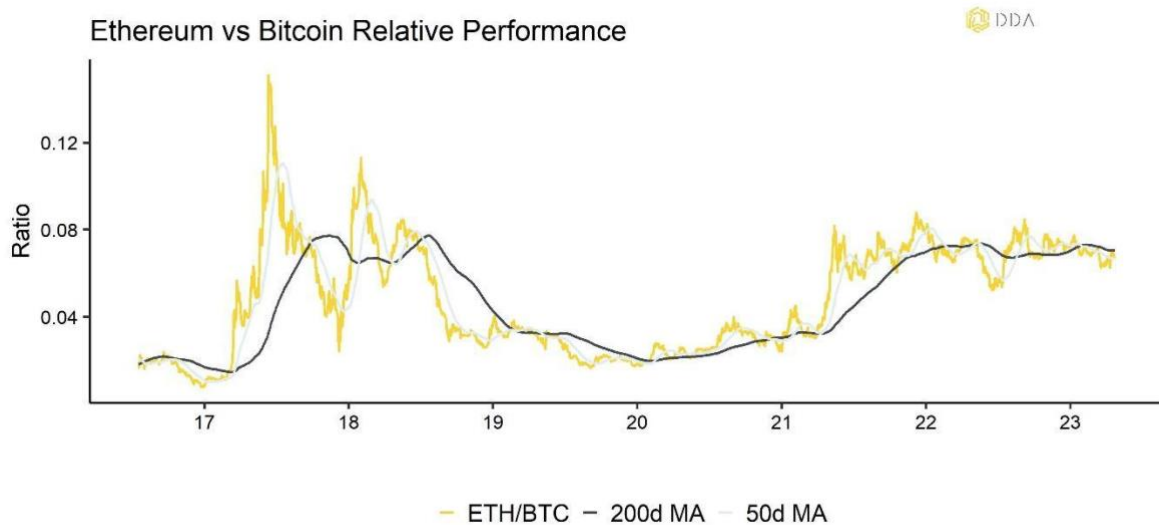




Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets



Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets



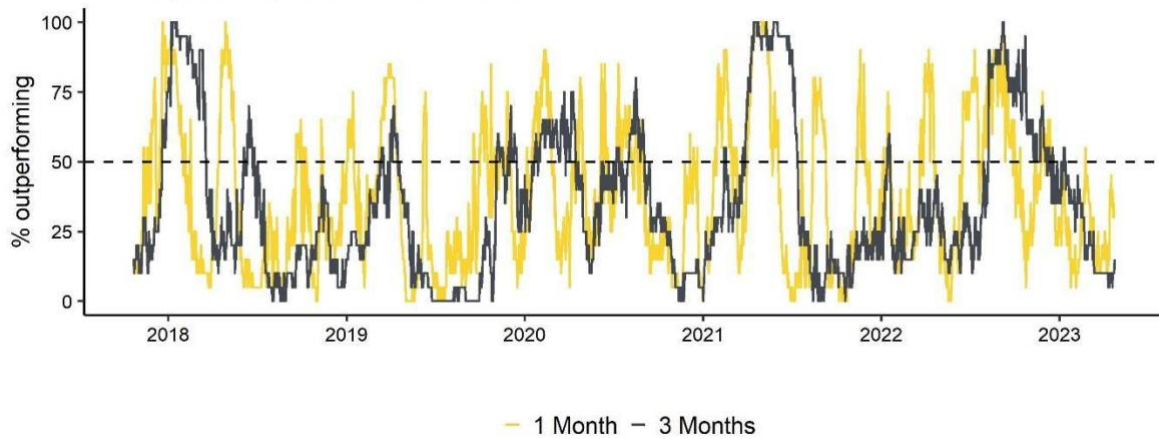
Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets



## Altseason Index

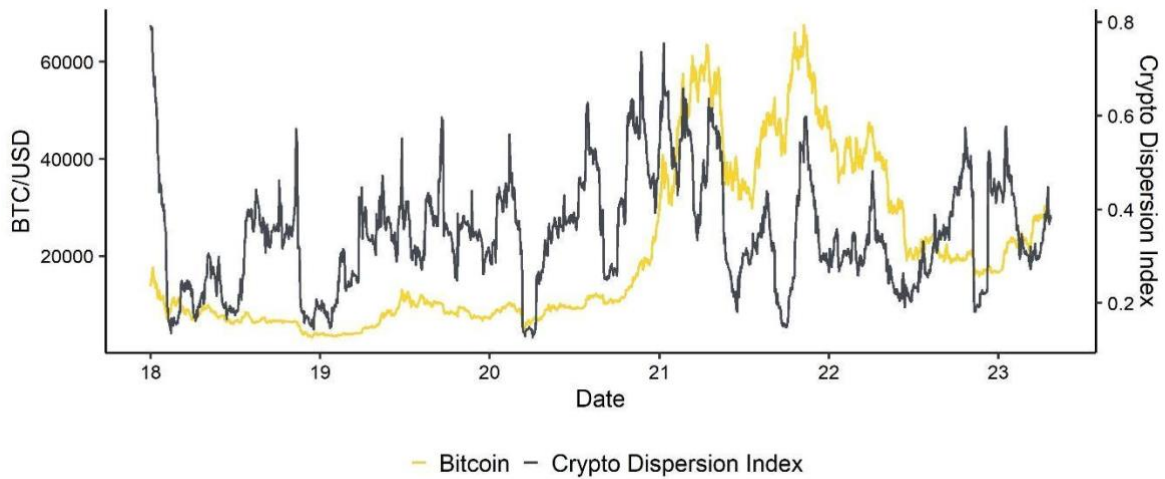


% of outperforming Altcoins versus Bitcoin



Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets

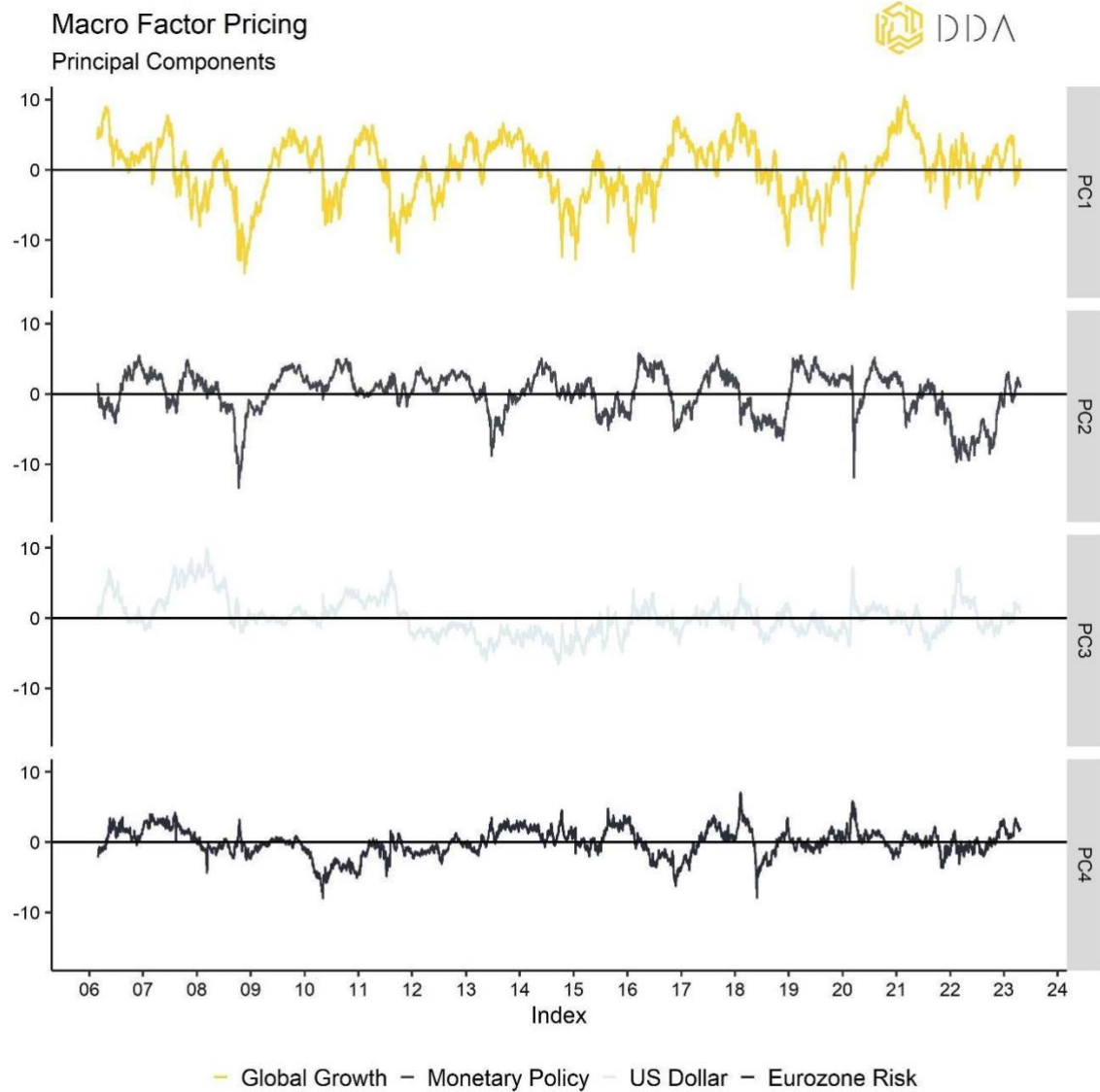
## Bitcoin vs Crypto Dispersion Index



Source: Coinmarketcap, Deutsche Digital Assets; Dispersion =  $(1 - \text{Average Altcoin Correlation with Bitcoin})$



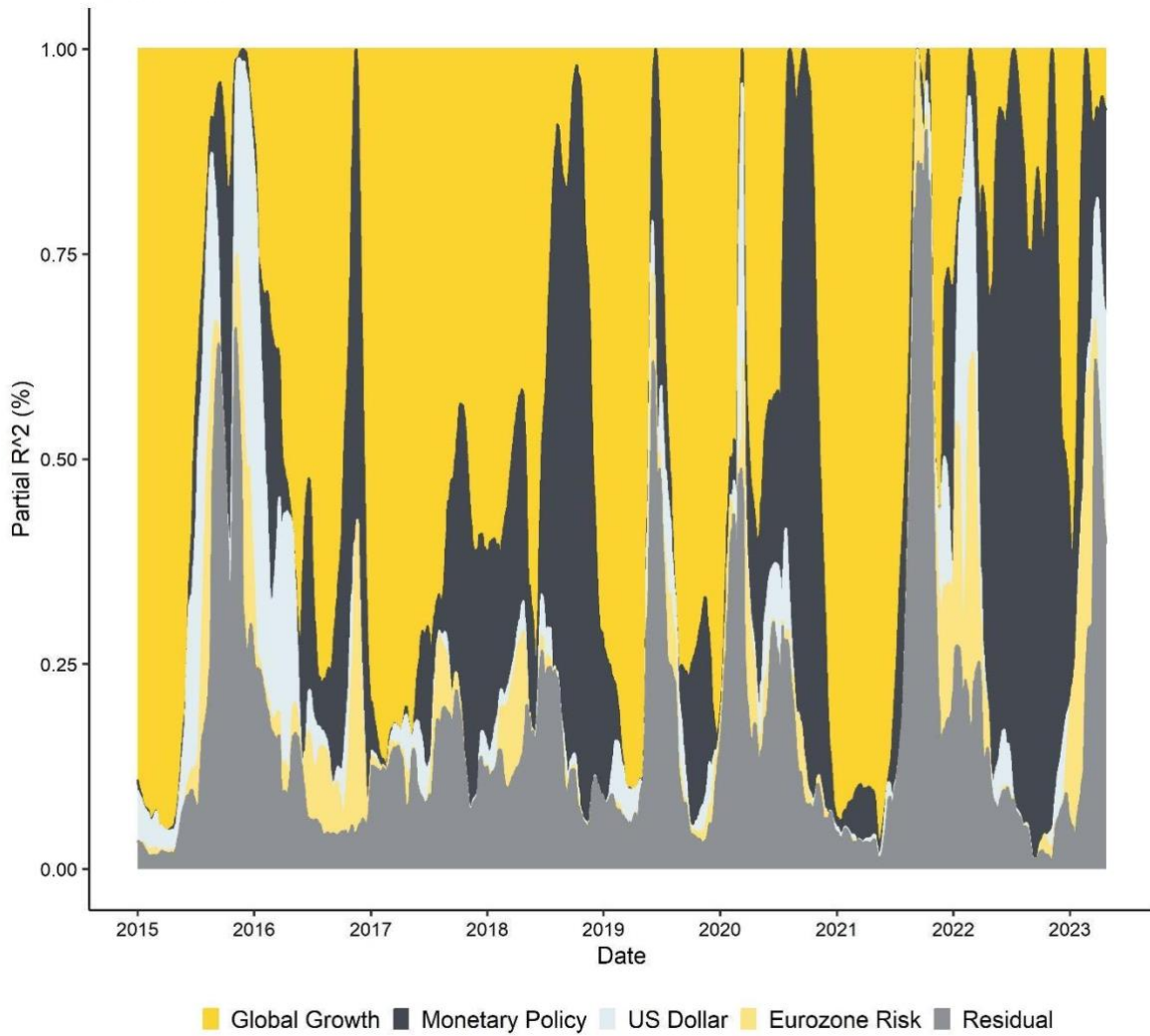
# Cryptoactifs et macroéconomie



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



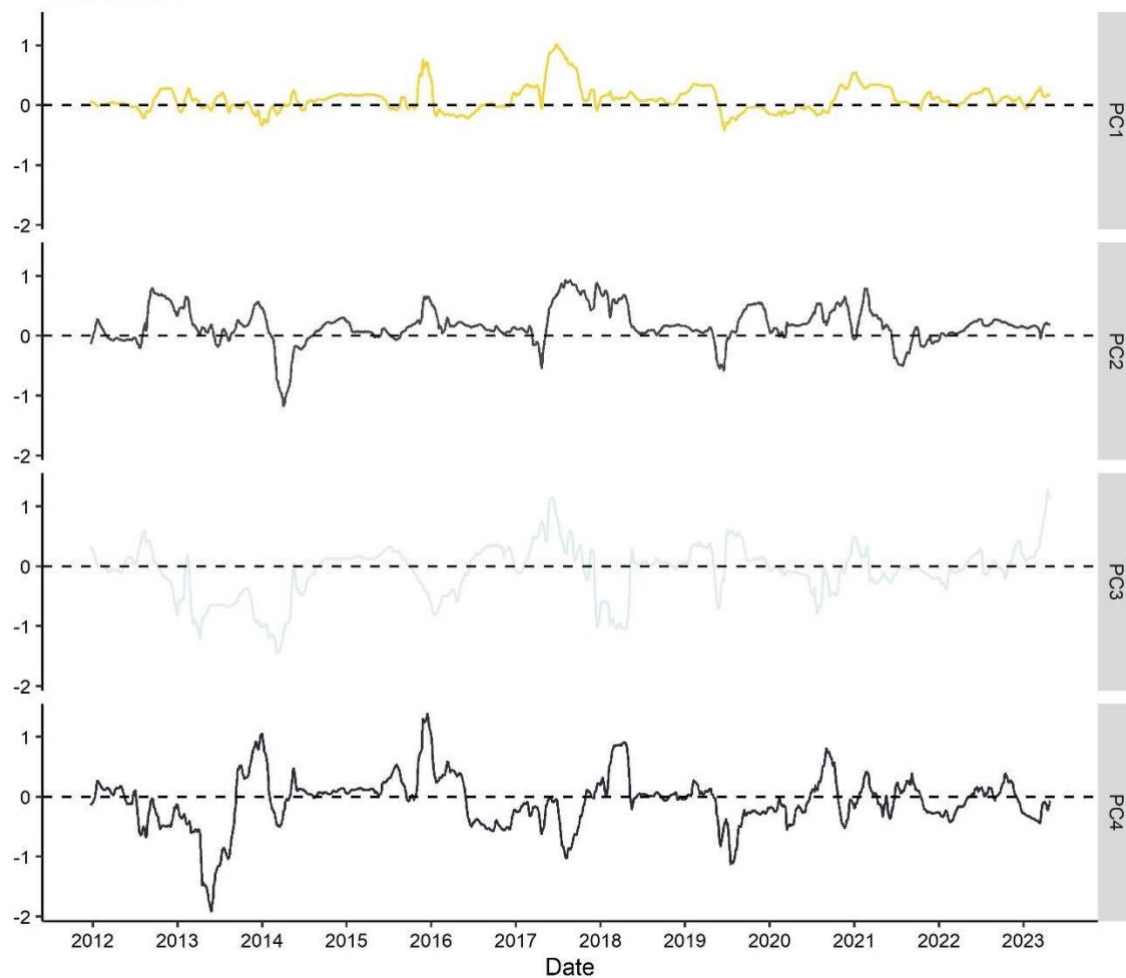
PC rolling part. R<sup>2</sup> for Bitcoin  
120d window



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



# PC rolling Betas for Bitcoin 120d window

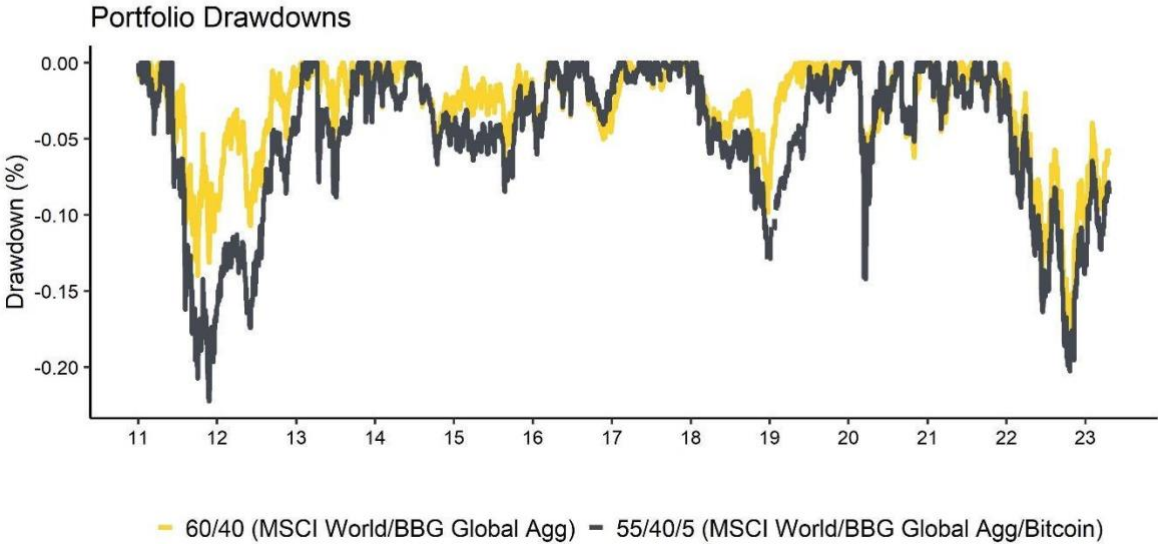
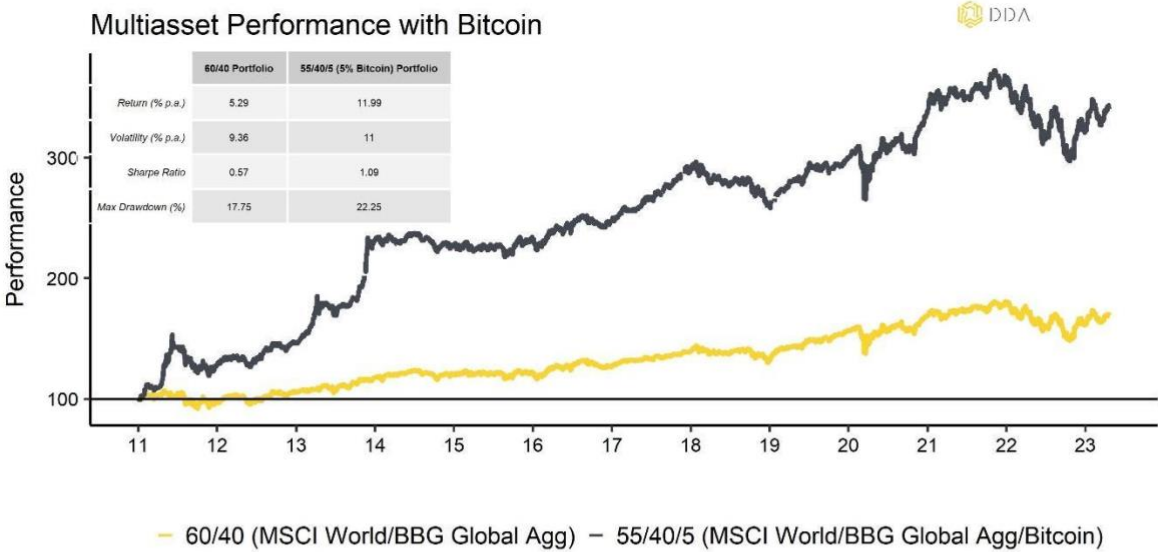


— Global Growth (PC1) — Monetary Policy (PC2) — US Dollar (PC3) — Eurozone Risk (PC4)

Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets

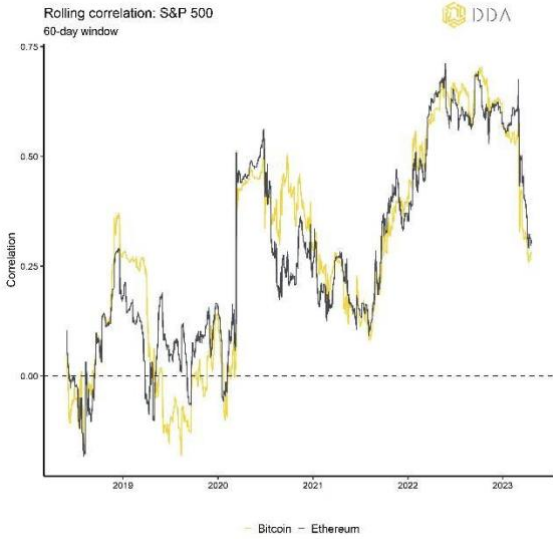


# Crypto-actifs et portefeuilles multi-actifs

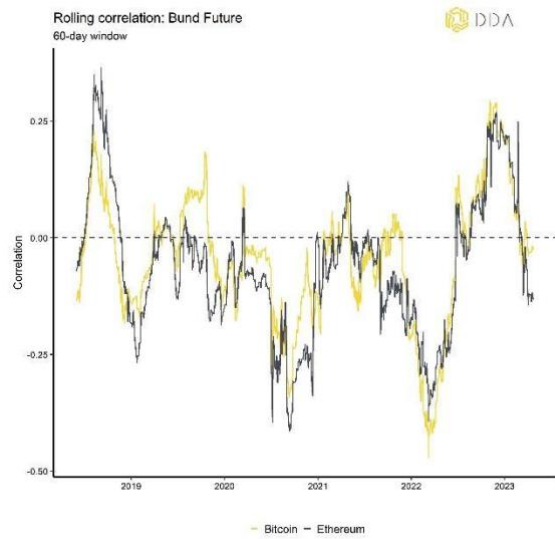


Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets; Monthly rebalancing; Past performance not indicative of future returns

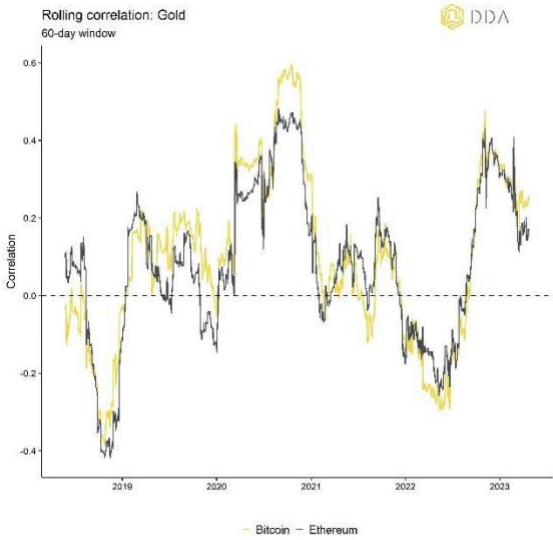




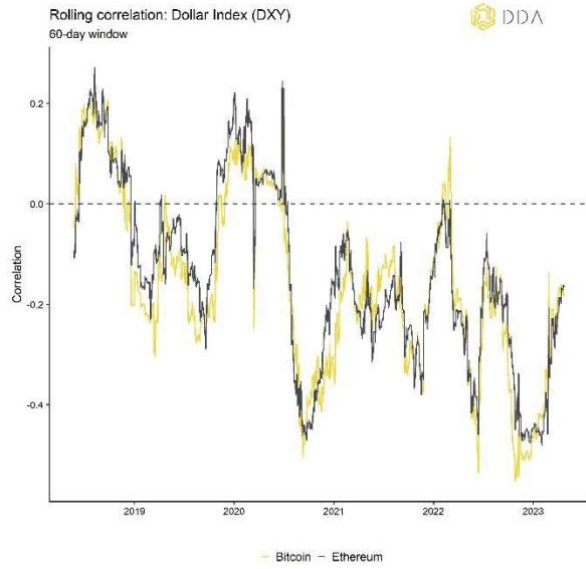
Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets



## Cross Asset Correlation Matrix

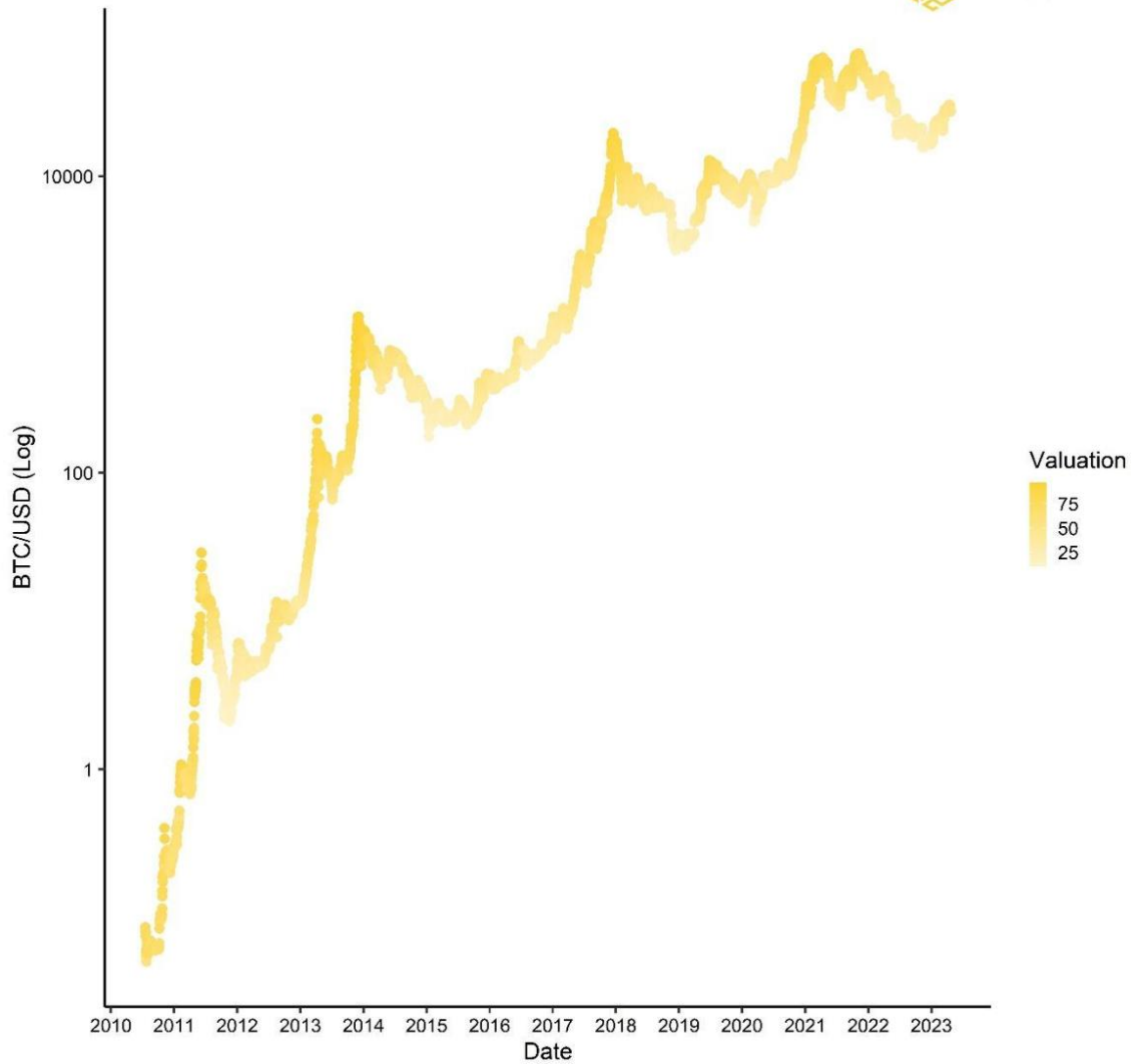


Correlations of weekly returns; Source: Bloomberg, Deutsche Digital Assets

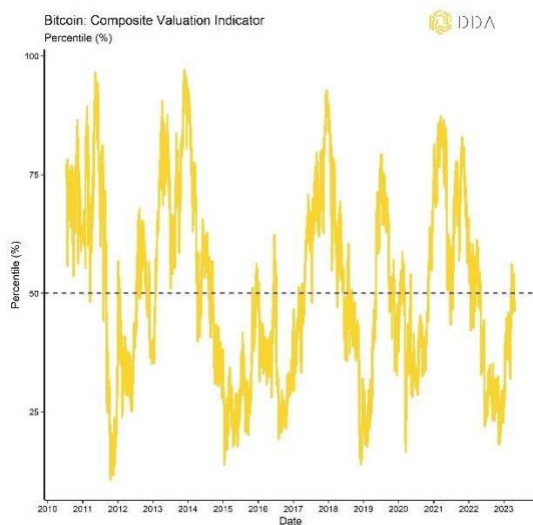


# Valorisation des crypto-actifs

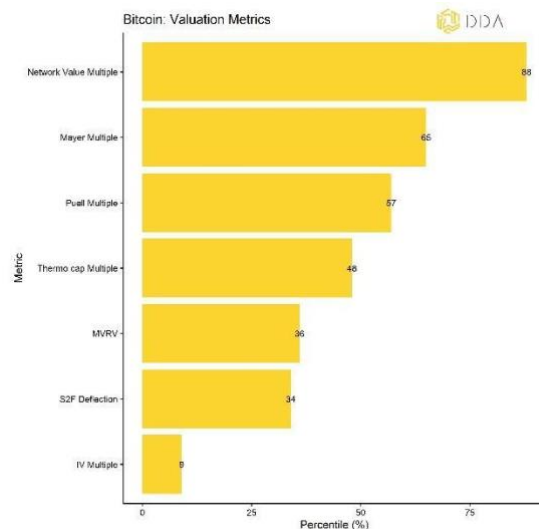
Bitcoin: Price vs Composite Valuation Indicator



Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets



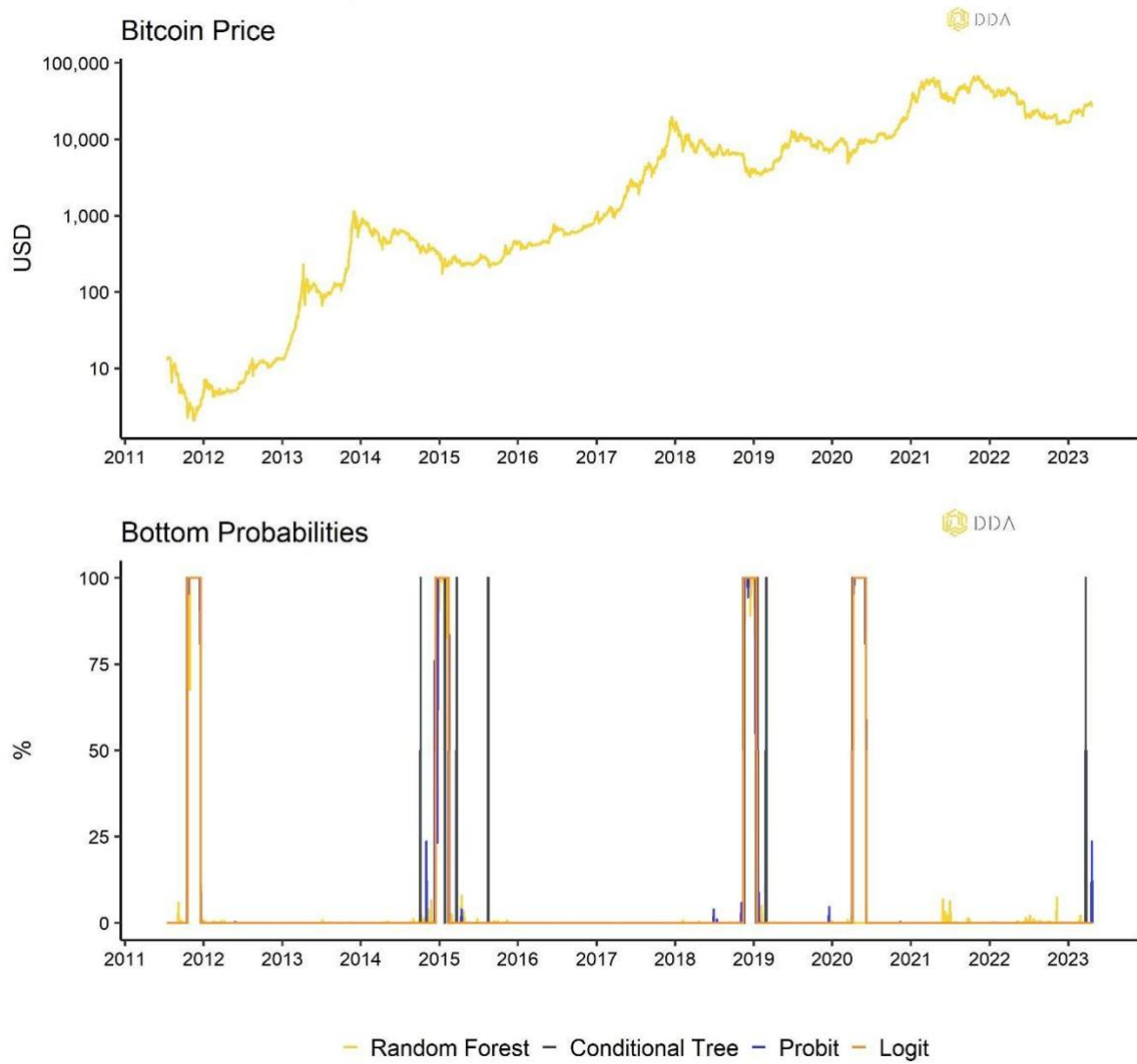
Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets



Source: Coinmetrics, Deutsche Digital Assets



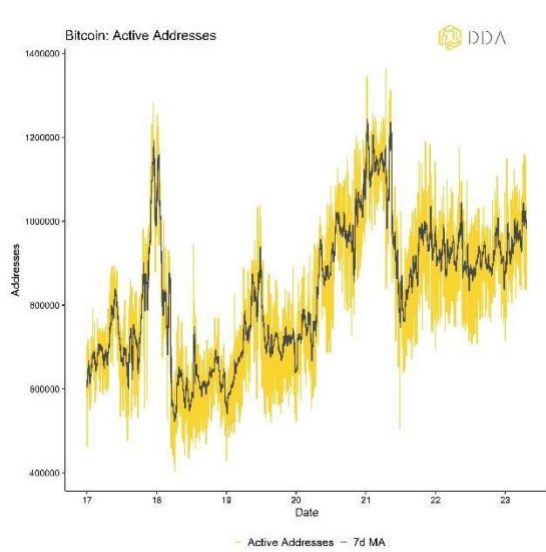
## Bitcoin Bottom Probability



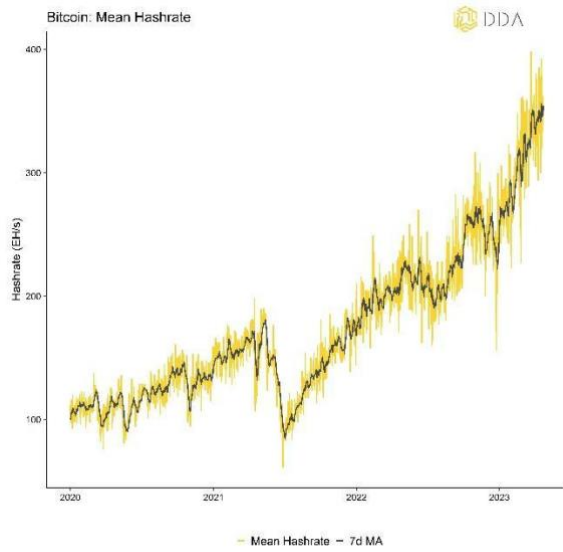
Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets



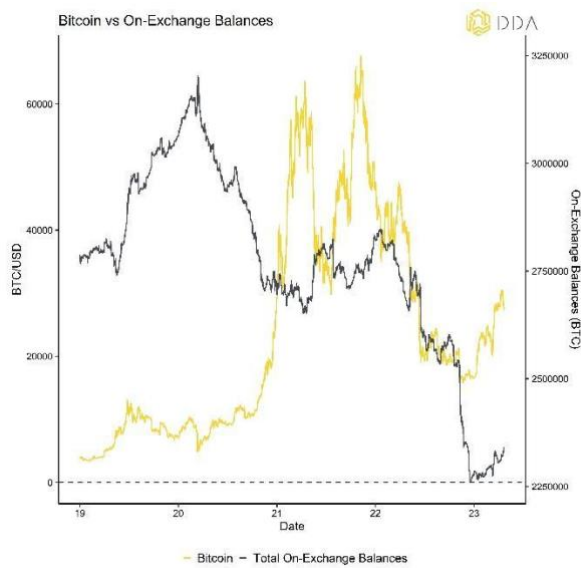
# Principes fondamentaux de la chaîne de crypto-monnaies



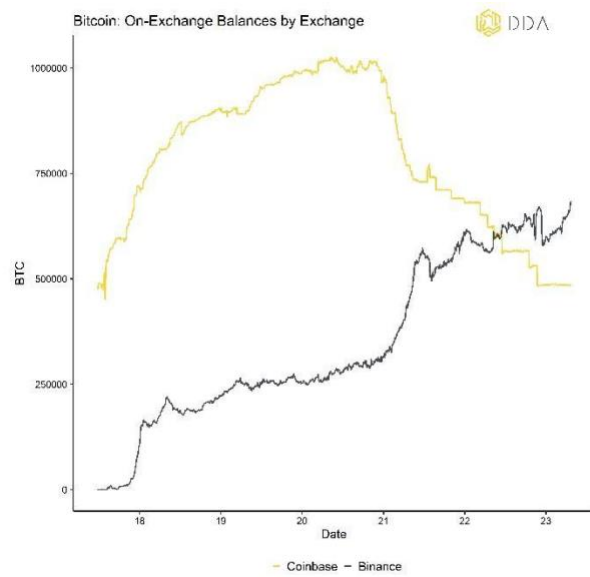
Source: Glassnode



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

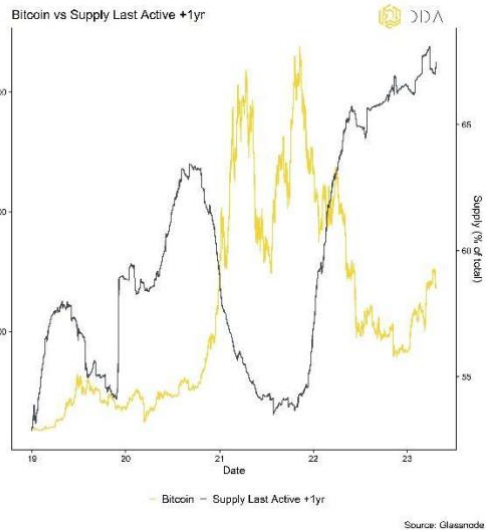
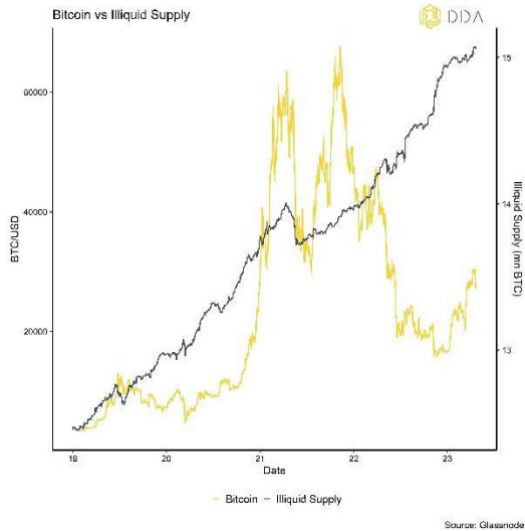


Source: Glassnode

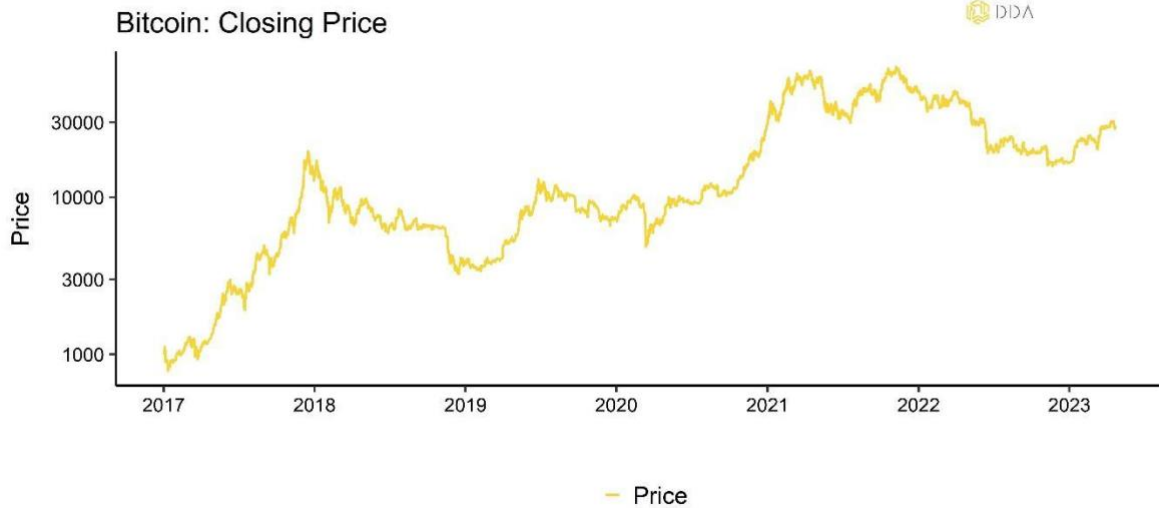


Source: Glassnode



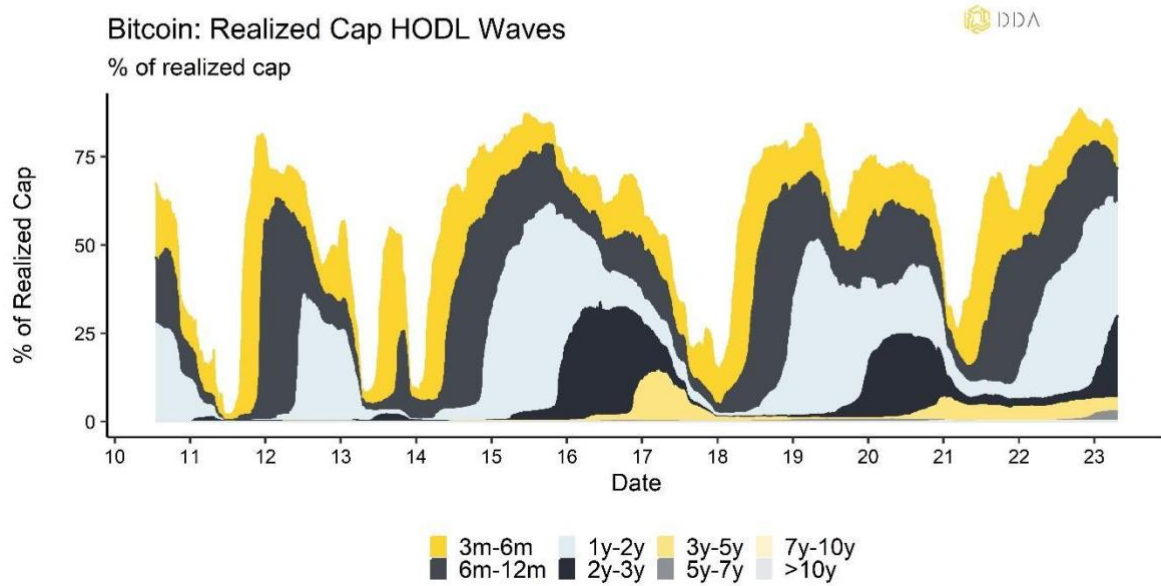


## Bitcoin: Price vs Network Activity Index



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

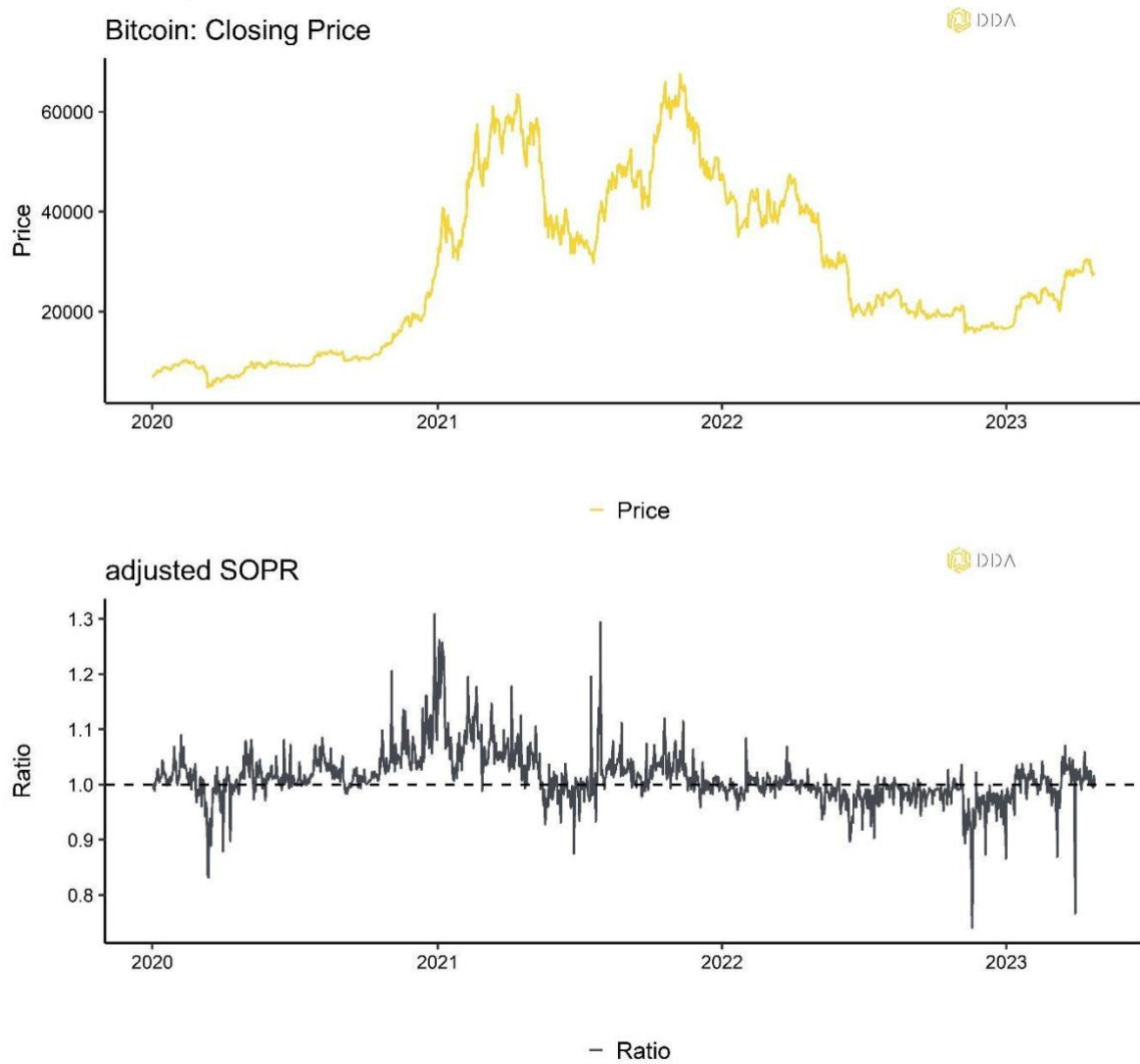




Source: Glassnode



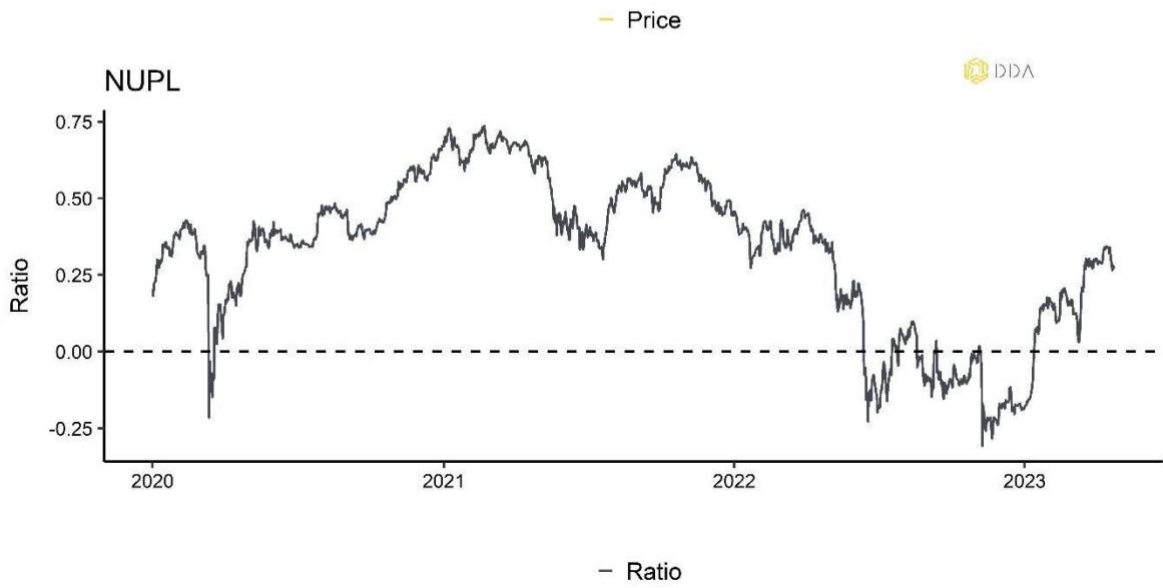
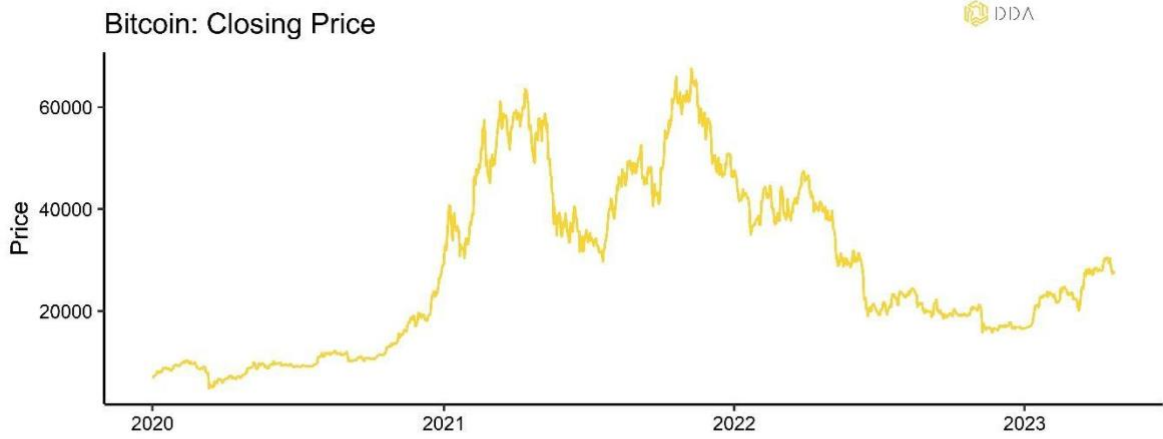
## Bitcoin vs adjusted Spent Output Profit Ratio



Source: Glassnode



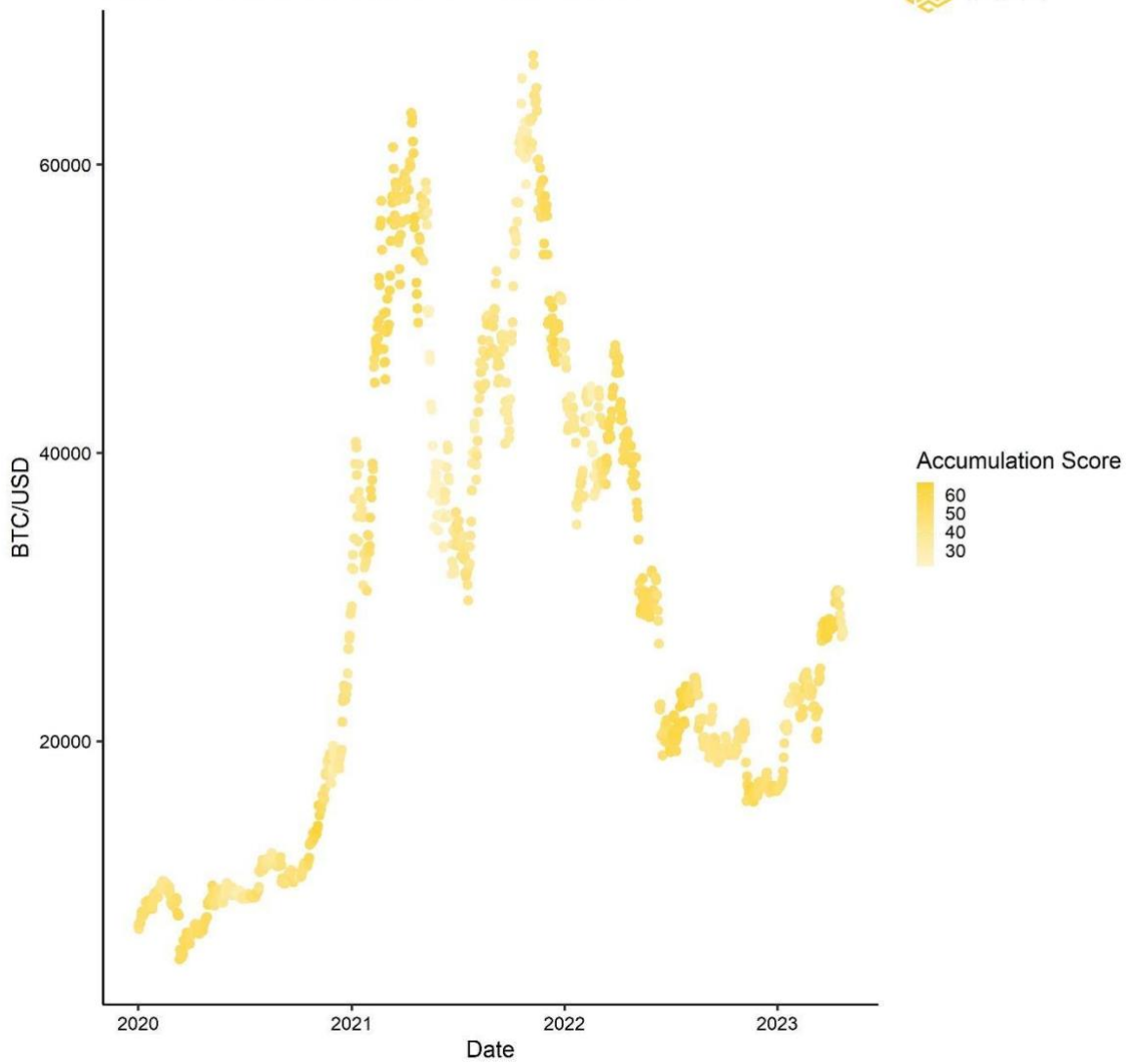
# Bitcoin vs Net Unrealized Profit/Loss



Source: Glassnode

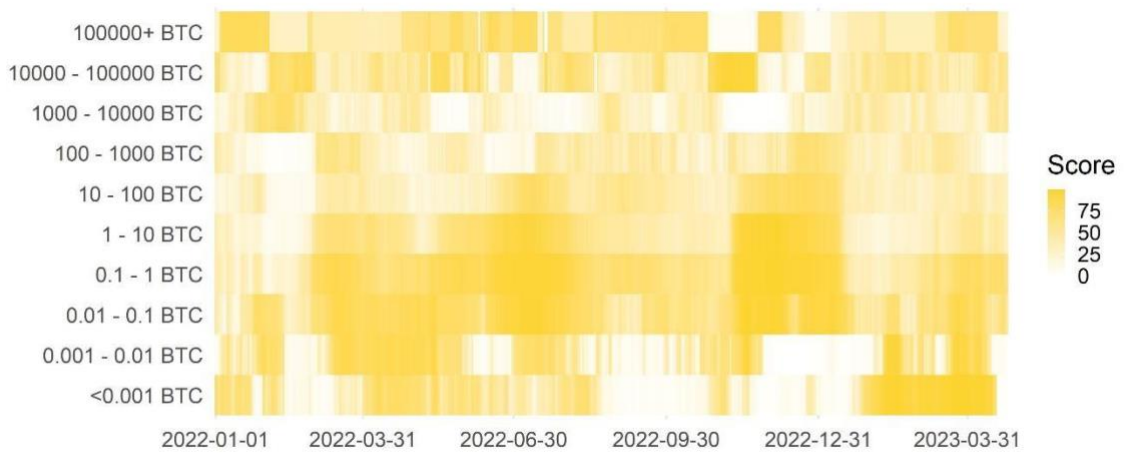


# Bitcoin: Price vs Average Accumulation Score



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets

# Bitcoin Accumulation Score



Source: Glassnode, Deutsche Digital Assets



