De winter van bitcoin

Beschrijving

De cryptocurrency-markt maakt opnieuw een turbulente periode door. Wie dacht dat de tijd van extreme koersschommelingen achter ons lag, komt bedrogen uit. Van een niveau van circa 124.000 dollar begin oktober is de waarde gedaald tot beneden de 90.000 dollar De vraag is: wat veroorzaakt deze beweging?

Op zoek naar verklaringen

Over de oorzaak van de recente koersdalingen lopen de meningen sterk uiteen. Dat is niet verrassend, want bitcoin mist de fundamentele waarderingsmaatstaven die we kennen van aandelen of obligaties. Er zijn geen winsten om te analyseren, geen dividenden om te voorspellen, geen kasstromen om te verdisconteren. Bitcoin is samen met goud een â??greater fool assetâ??, je bent afhankelijk van het feit dat de toekomstige koper meer wil betalen.

Een populaire verklaring wijst naar de verminderde verwachtingen voor renteverlagingen door de Federal Reserve. Minder renteverlagingen betekent minder liquiditeit in het financiÃ«le systeem, en bitcoin blijkt gevoelig voor liquiditeitsomstandigheden. Wanneer er veel goedkoop geld beschikbaar is, zoekt een deel daarvan zijn weg naar risicovolle activa zoals crypto. Wanneer de geldkraan dichter gaat, droogt die stroom op. Anderen zien de mogelijke renteverhoging door de Bank of Japan als boosdoener. De redenering gaat als volgt: beleggers lenen goedkoop in yen om te investeren in hoger renderende activa elders, de zogenaamde carry trade. Wanneer de Japanse rente stijgt, wordt deze strategie minder aantrekkelijk en moeten posities worden afgewikkeld. Dat zou druk leggen op risicovolle beleggingen, waaronder bitcoin.

Probleem is dat de yen juist zwak oogt, terwijl een echte afwikkeling van carry trades de munt zou moeten versterken. De afwikkeling van dergelijke carry-trades zorgden er in het verleden voor dat de

yen juist aan kracht won en daardoor werd gezien als alternatieve veilige haven naast de dollar. De stijging van Japanse obligatierendementen is vooral een beweging in de termijnpremie aan het lange einde van de curve, geen teken van verkrapping door de Bank of Japan.

Flash crash oktober

In oktober verloren bitcoin treasury-bedrijven in Ã©Ã©n klap 77 miljard dollar aan beurswaarde. De gevolgen daarvan werken nog steeds door in de markt. De spreads tussen bied- en laatprijzen zijn opgelopen, prijsvorming is lastiger geworden, en middelgrote marktmakers hebben hun voorraden geliquideerd tegen ongunstige prijzen. Het resultaat is een markt met broze liquiditeit. De diepte die nodig is om grote orders te absorberen zonder significante prijsimpact, is simpelweg niet meer aanwezig. Dat betekent dat zelfs bescheiden verkoopdruk de prijzen onevenredig hard kan raken. In zoâ??n omgeving kan een relatief kleine trigger een grote koersbeweging veroorzaken. Het verklaart waarom bitcoin zo gevoelig reageert op nieuws dat in een diepere markt nauwelijks effect zou hebben.

Een bijzonder fenomeen in deze cyclus zijn de zogenaamde bitcoin treasury-bedrijven. Dit zijn ondernemingen die grote hoeveelheden bitcoin op hun balans aanhouden, vaak gefinancierd met schuld of aandelenuitgiftes. Strategy, voorheen bekend als MicroStrategy onder leiding van de Michael Saylor, is daarvan het bekendste en grootste voorbeeld. Het model werkte jarenlang als volgt: het bedrijf gaf aandelen uit tegen een premie ten opzichte van de onderliggende bitcoin-waarde en gebruikte de opbrengst om meer bitcoin te kopen. Zo lang de koers steeg en de premie intact bleef, was dit een zichzelf versterkende cyclus. Beleggers kochten de aandelen als hefboomproduct op bitcoin, het bedrijf kocht meer bitcoin, en iedereen was tevreden. Door dividendverplichtingen werkt de oude strategie van aandelenuitgifte tegen premie niet meer zoals voorheen. Nu moet de bitcoinkoers dalen tot onder de 12.700 dollar voordat de holdings van het bedrijf minder waard worden dan de schulden. Dat lijkt een comfortabele marge, maar kleinere spelers hebben die luxe niet. Wat de markt nu mist, is Strategy als grote koper. Jarenlang absorbeerde het bedrijf aanzienlijke hoeveelheden bitcoin en ondersteunde daarmee indirect de koers. Nu die vraag wegvalt, ontbreekt een belangrijke steunpilaar.

Banken omarmen crypto

Grote Amerikaanse banken zetten voorzichtige stappen richting crypto. Bank of America adviseert vermogensbeheerklanten nu om Ã©Ã©n tot vier procent van hun portefeuille in digitale activa te beleggen. Het is een aanbeveling die enkele jaren geleden ondenkbaar zou zijn geweest bij zoâ??n instelling. De aanbeveling is bedoeld voor beleggers met een sterke interesse in thematische innovatie en comfort met verhoogde volatiliteit. Een volgens Bank Of America Merrill Lynch bescheiden allocatie van Ã©Ã©n tot vier procent kan dan passend zijn. De nadruk ligt wel op gereguleerde producten en een helder begrip van zowel de kansen als de risicoâ??s.

Vanaf januari gaan de beleggingsstrategen van de bank vier bitcoin-ETFâ??s actief volgen: producten van Bitwise, Fidelity, Grayscale en BlackRock. Voorheen konden de meer dan 15.000

vermogensadviseurs van de bank geen crypto-exposure aanbevelen. Klanten die toegang wilden, moesten er expliciet om vragen. Die drempel is nu verlaagd. Bank of America staat niet alleen in deze beweging. Morgan Stanley adviseerde eerder al een allocatie van twee tot vier procent voor klanten die deze beleggingscategorie willen verkennen. BlackRock pleitte begin 2025 ook al voor een allocatie van Ã©Ã©n tot twee procent. Fidelity ging nog een stap verder met een aanbeveling van twee tot vijf procent, en zelfs 7,5 procent voor beleggers onder de dertig jaar. Zelfs de van oudsher conservatieve vermogensbeheerder Vanguard opent zijn platform voor bepaalde crypto-fondsen.

Dalende koersen, stijgende vraag

Enerzijds maken de grote financiÃ«le instellingen crypto toegankelijker dan ooit. ETFâ??s bieden een gereguleerde en relatief eenvoudige manier om exposure te krijgen, zonder de technische complexiteit van wallets en private keys. Anderzijds blijft de onderliggende markt volatiel en soms chaotisch, zoals de recente koersbewegingen aantonen. De vraag is of de institutionele vraag de volatiliteit zal dempen. Meer institutioneel geld zou kunnen leiden tot een stabielere markt. Maar voorlopig is daarvan weinig te merken. De hefboom in het systeem, de broze liquiditeit en de afhankelijkheid van enkele grote spelers zorgen ervoor dat bitcoin blijft bewegen als een speculatief actief.

Voor beleggers die overwegen om crypto toe te voegen aan hun portefeuille, zijn er enkele belangrijke overwegingen. Ten eerste de positiegrootte. De aanbevelingen van grote banken convergeren rond een allocatie van Ã©Ã©n tot vier procent. Dat is niet toevallig. Bij die omvang kan een belegger profiteren van eventuele koersstijgingen zonder dat een crash de hele portefeuille ontwricht. Een daling van vijftig procent in bitcoin vertaalt zich bij een allocatie van twee procent in een portefeuilleverlies van slechts Ã©Ã©n procent.

Verder is een koers rond de 90.000 dollar een koopmoment of juist een moment om af te wachten? Niemand weet het antwoord. De geschiedenis van bitcoin kent zowel spectaculaire rallyâ??s als vernietigende crashes. Een belangrijke vraag voor de komende maanden is hoeveel er nog met geleend geld wordt gewerkt. Het gebruik van geleend geld om posities te vergroten, versterkt zowel winsten als verliezen. In een stijgende markt is dat prettig. In een dalende markt kan het catastrofaal zijn, omdat beleggers gedwongen worden te verkopen om aan margin calls te voldoen.

Des te meer partijen geleend geld hebben gebruikt om bitcoin te kopen, hoe groter de kans op gedwongen verkopen bij verdere koersdalingen. En hoe meer gedwongen verkopen, hoe meer volatiliteit. Het is een zichzelf versterkend mechanisme dat de markt kwetsbaar maakt. Niemand weet precies hoeveel hefboom er in het systeem zit, en dat is misschien wel het meest verontrustende aspect van de huidige situatie. De komende maanden zullen uitwijzen of de recente schommelingen het begin zijn van een langere neergang of slechts een tijdelijke correctie in een voortgaande stijgende trend. Bitcoin blijft niet alleen een oplossing op zoek naar een probleem, maar ook een speculatief actief met potentieel hoge rendementen Ã©n potentieel grote verliezen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief