

Brève histoire de l'euphorie cryptographique

La taxinomie des bulles élaborée par un économiste de renom est appliquée à la dernière marotte du monde de la finance

Andreas Adriano

Il est facile d'identifier une bulle financière *a posteriori*. Mais comment le faire à l'avance ? Telle est la question qui a décontenancé des générations d'économistes, en particulier tous ceux qui n'avaient pas vu venir la crise financière mondiale. Aujourd'hui, avec l'essor des crypto-actifs, le problème se pose avec une pertinence accrue. Au lieu de nous livrer à des spéculations plus ou moins avisées, nous avons décidé de consulter l'expert mondial en la matière, John Kenneth Galbraith.

Certes, cet éminent professeur de Harvard, auteur de deux ouvrages à succès, *La Crise économique de 1929* et *L'Ère de l'opulence*, est décédé en 2006, trois ans avant l'avènement de Bitcoin. Mais il avait prédit ce qui pourrait arriver ; dans un livre caustique intitulé *Brève histoire de l'euphorie financière*, il analyse les grandes spéculations de l'histoire, de la tulipomanie hollandaise dans les années 1630 au krach boursier de Wall Street en 1987, et identifie des facteurs communs. Sa taxinomie aurait permis de repérer la bulle Internet et la crise de 2008. Appliquons donc certains de ses critères aux crypto-actifs.

« *L'idée que quelque chose de nouveau se produit dans le monde...* »

« Le monde de la finance salue encore et encore l'invention de la roue, parfois dans une version légèrement moins stable », ironise Galbraith.

Qu'en dit un tenant éminent de la nouvelle orthodoxie ? Dans son livre électronique *Bitcoin vs. the 2018 Recession*, Remy Hauxley, qui entend faire de « l'initiation aux cryptomonnaies », voit dans Bitcoin une invention à nulle autre pareille, qui changera le monde. Pour lui, il s'agit d'« une nouvelle forme d'or, de monnaie, de réserve. Un véritable tiercé gagnant. » (Il n'explique pas pourquoi une récession se dessine si sûrement en 2018.)

« *L'extrême brièveté de la mémoire financière...* »

« Les catastrophes financières sont vite oubliées », observe Galbraith. « Quand des circonstances identiques ou très similaires

se répètent, parfois en l'espace de seulement quelques années, elles sont accueillies comme une découverte extraordinairement innovante dans la sphère de la finance et plus largement de l'économie par une nouvelle génération, souvent jeune et toujours suprêmement confiante. »

Il s'est écoulé à peu près une décennie depuis la crise de 2008 et pratiquement une génération nous sépare de la bulle Internet. Nous avons donc largement oublié l'exubérance irrationnelle de ces deux périodes, que beaucoup de courtiers en bitcoins sont d'ailleurs trop jeunes pour avoir connue.

« *Le lien spécieux entre argent et intelligence...* »

D'après Galbraith, de nombreuses personnes associent argent, réussite et intelligence. « Les riches sont adulés parce qu'ils sont riches, et ceux qui le sont moins les imitent, notamment en matière d'investissement. Ce phénomène génère une réserve de « plus idiots » qui alimente la machine spéculative et, à court terme, rassure les riches sur leur intelligence supérieure à la moyenne. »

« *La spéculation ne cessait de s'intensifier...* »

« Les bulbes pouvaient alors changer de main plusieurs fois et s'échanger à des prix toujours croissants et remarquablement lucratifs alors que rien n'était encore visible dans le sol », résume Galbraith pour décrire la tulipomanie hollandaise.

À l'époque des entreprises traditionnelles, l'offre publique initiale (IPO) constituait une sorte de rite de passage pour les jeunes pousses. Il a été remplacé par l'offre initiale de pièces (ICO). Au lieu d'actions, les investisseurs achètent des jetons échangeables contre des pièces de la nouvelle monnaie, si elle circule un jour. Contrairement aux actions, les jetons ne confèrent aucun droit de propriété. Block.one, à l'origine de l'ICO la plus fructueuse à ce jour, a levé plus de 1,5 milliard de dollars depuis juillet 2017, alors même que les détenteurs

de jetons ne bénéficient expressément d'« aucun droit, possibilité d'utilisation, attribut, fonctionnalité ou caractéristique ». Selon le *Wall Street Journal*, ces offres initiales de pièces auraient rapporté 6,5 milliards de dollars en 2017 et plus de 4 milliards de dollars pendant le premier trimestre de 2018. Bon nombre de spéculateurs sautent sur les jetons uniquement pour les proposer aux autres investisseurs qui veulent à tout prix être dans la course.

« Toutes les crises sont parties d'une dette devenue dangereusement démesurée... »

Mémoire courte ? Illusion de nouveauté ? Supériorité intellectuelle supposée des plus fortunés ? Engouement des investisseurs pour des modèles économiques sans aucune substance ? Tous ces éléments sont communs aux grands épisodes spéculatifs qui jalonnent l'Histoire. Avec les crypto-actifs (comme nous les appelons au FMI pour les différencier des monnaies à l'ancienne), toutes les cases semblent cochées. Mais un paramètre important reste encore à déterminer : l'ampleur de la dette.

La dette est à l'origine de la « folie engendrée par l'optimisme et l'illusion cupide », comme l'écrit Galbraith pour expliquer comment les bulles du XVIII^e siècle au Royaume-Uni et en France avaient abouti à une crise systémique. Les gens empruntent pour ne pas être en reste, parce que certains gagnent de l'argent à la pelle (ils doivent bien savoir ce qu'ils font, non ?)

On ne sait à peu près rien sur les capitaux qu'empruntent les investisseurs pour acheter des crypto-actifs, car il s'agit d'un marché par nature opaque et non réglementé, qui commence tout juste à se développer, et que l'exposition des grandes banques paraît minimale. Or l'effet de levier est clair : certains échanges de crypto-actifs permettent aux investisseurs d'emprunter jusqu'à 100 fois leur solde disponible. D'après une enquête récente du site de formation financière LendEDU, un nombre croissant d'investisseurs utilisent leur carte de crédit pour acheter des pièces, puis reportent le solde, ce qui n'est pas sans risque.

Il est possible de devenir excessivement riche, mais aussi de perdre sa chemise. Et ceux qui ont acheté des bitcoins pendant les deux derniers mois de 2017, quand ils s'échangeaient à presque 20.000 dollars, ont validé la théorie du plus idiot. La volatilité n'est pas le seul risque. *Reuters* estime que, depuis 2011, les pirates informatiques ont détourné quasiment 1 million de bitcoins (soit presque 9 milliards de dollars début mai) prélevés sur plusieurs transactions. Bien entendu, une bulle peut se former même sans effet de levier excessif. L'envolée des cours des sociétés Internet en est une illustration, et de nombreux analystes y voient l'explication de la relative brièveté et clémence de la récession qui a suivi.

« L'épisode spéculatif se termine toujours avec fracas... »

Galbraith conclut que, par nature, toutes les bulles finissent mal, et déclenchent une chasse intense au bouc émissaire durant

laquelle les génies d'hier sont mis au banc des accusés. La société, en revanche, ne reconnaît généralement pas sa folie collective et n'en tire aucune leçon. Il est possible que l'épisode en cours fasse moins de bruit que les précédents. Comme le faisait récemment remarquer le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, même à leur apogée, l'ensemble des crypto-actifs ne représentaient que 1 % du PIB mondial (contre près du tiers du PIB pour les valeurs technologiques au plus fort de la folie « point com »).

Que peut-il ressortir de bon de tout cela ?

La bulle de la Compagnie des mers du Sud a éclaté au Royaume-Uni au début du XVIII^e siècle. Pour la première fois, des investisseurs avaient pu acheter les actions d'entreprises proposant des produits et des services inédits et fascinants ; l'une d'elles promettait, par exemple, de mettre au point un appareil qui serait aujourd'hui considéré comme l'ancêtre de la machine à écrire.

Webvan, l'une des nombreuses victimes de la bulle Internet, proposait la livraison express de produits d'épicerie. Créé en 1996, il a fait faillite en 2001, après avoir soulagé les investisseurs de plus de 800 millions de dollars. En juillet 2000,

L'épisode en cours pourrait faire moins de bruit que les précédents.

Fortune sacrait AllAdvantage « société Internet la plus bête du monde » : elle payait les internautes pour qu'ils consultent des publicités. Elle a disparu elle aussi.

La machine à écrire, bien sûr, s'est révélée être le principal outil de traitement de texte pendant plus d'un siècle. Amazon (qui a racheté Webvan), Walmart et nombre de leurs homologues livrent des produits d'épicerie en ligne. Facebook a dégagé 16 milliards de dollars de bénéfice en 2017 grâce à la publicité ciblée (concept que AllAdvantage avait tenté de développer), et sans rémunérer les internautes !

Quantité d'idées folles surgissent en période d'euphorie financière. Certaines marchent. Les bulles spéculatives, comme la bulle Internet, peuvent être des périodes de destruction créatrice d'où émergent des inventions qui changent durablement notre vie. Il est encore trop tôt pour savoir si les crypto-actifs auront ce genre d'impact, mais les signes sont prometteurs. Malheureusement, alors qu'un tout petit nombre seulement de bulles produisent des effets intéressants, toutes sont destructrices, de valeur, de richesses et de confiance dans les institutions. L'humanité a compris comment innover sans verser dans l'euphorie. Mais Galbraith nous montre qu'elle tire rarement les leçons des bulles financières. **FD**

ANDREAS ADRIANO est chargé de communication principal au département de la communication du FMI.