

LETTRE DE LA CITY | PAR ÉRIC ALBERT



Le retour de « la peur des rouges »

Oubliez le Brexit. Ne tenez pas compte de la sortie de l'Union européenne. Ces petits ennuis seront une simple « promenade dans le parc », pour reprendre l'expression anglaise. Ce que craint vraiment la City, ce qui empêche les traders de dormir la nuit, ce qui pourrait faire fuir les riches, est une menace qui semble sortie tout droit des années 1970 : « la peur des rouges ».

Il ne s'agit pas d'une boutade. L'éventualité de l'arrivée au pouvoir de Jeremy Corbyn, le leader du Parti travailliste, qui apporterait un possible virage à gauche toute, est désormais prise très au sérieux. Sa promesse de se lancer dans un programme de nationalisations, de hausse des impôts et de relance des dépenses publiques fait trembler. La mise en place d'une taxe sur les transactions des produits dérivés et d'un impôt à 50 % sur les hauts revenus (au-dessus de 140 000 euros par an) semble soudain une perspective réaliste.

L'idée commence à faire sérieusement cogiter sous les lambris de la City. Ainsi cette conversation récente avec un gérant, qui s'occupe de l'argent d'une vingtaine de grandes fortunes : « Le Brexit ne leur fait pas plaisir, mais ça ne change pas grand-chose pour eux. En revanche, si Corbyn passe, ils feront leurs bagages. »

Mercredi 29 novembre, les analystes de Morgan Stanley ont à leur tour tiré la sonnette d'alarme. La banque américaine présentait ses prévisions économiques pour l'année prochaine. La réunion ronronnait tranquillement, dans une salle déprimante, comme seul le quartier d'affaires de Canary Wharf sait en faire : pas de fenêtre, une immense table en bois, un écran plasma gigantesque au mur... Les questions des journalistes tournaient autour du Brexit.

« LA POSSIBILITÉ D'UN CHANGEMENT »
C'est alors que Graham Secker, stratège chargé des actions européennes, a pris la parole, sans qu'on lui ait rien demandé. « Ce qui m'inquiète vraiment n'est pas cela, mais la possibilité d'un changement de gouvernement. Ce serait le plus important virage politique depuis les années 1970. » Lui, dont la mission est de donner des conseils boursiers, estime que, « pour le marché des actions, une telle perspective fait peur ». Et d'ajouter : « Franchement, je ne vois pas une seule entreprise pour laquelle [l'élection de Jeremy Corbyn] serait positive. » Depuis l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher en 1979, les gouvernements britanniques successifs ont effectivement suivi une politique économique relativement similaire. La décennie travailliste de Tony Blair et Gor-

don Brown (1997 à 2010) n'a pas remis en question les choix fondamentaux de l'Etat : l'intervention du marché – dans les trains, l'électricité, la santé... – était jugée systématiquement positive ; le laisser-faire était érigé en principe fondamental. La crise de 2008 n'a pas provoqué de virage, puisqu'elle a porté au pouvoir David Cameron et son programme d'austérité.

Dans ce contexte de « pensée unique » (c'est une caricature, car il restait des différences importantes entre les principaux partis), l'arrivée à la tête des travaillistes de Jeremy Corbyn en 2015 a d'abord fait rire. Le vieil opposant, aujourd'hui âgé de 68 ans, avec ses vestes de travers et son manque d'aisance dans les médias, n'avait aucune chance, pensaient à l'unanimité les observateurs (et nous aussi, doit-on reconnaître). L'élection législative de juin a prouvé que cette idée reçue était fautive. Le Labour a recueilli 42 % des voix, les conservateurs 45,5 %. Ces derniers ont gagné mais n'ont pas obtenu de majorité absolue. Le politicien à la barbe blanche est aux portes du pouvoir.

« Avant ces élections, son objectif était le contrôle du Parti travailliste, analyse Robert Peston, l'influent journaliste politique de la chaîne ITV. Lui-même ne croyait pas vraiment qu'il pouvait devenir premier ministre. Désormais, il y croit et c'est son objectif résolu. » Les turpitudes de la première ministre, Theresa

May, ses difficultés à négocier le Brexit, les dissensions au sein de son gouvernement rendent chaque jour un peu plus probable cette éventualité. C'est loin d'être joué d'avance : les sondages donnent entre deux et huit points d'avance au parti d'opposition, ce qui est faible par rapport au marasme du camp adverse. Mais c'est une vraie possibilité.

Tout ce que le Royaume-Uni comporte de décideurs et d'investisseurs doit désormais travailler sur cette hypothèse. « Difficile de savoir à quel point un gouvernement Corbyn serait radical, et à quel point il s'agit simplement de rhétorique, poursuit Graham Secker, de Morgan Stanley. Ce qui est certain, c'est que cela représenterait un changement de direction profond. »

Jeremy Corbyn a sauté sur ces commentaires pour faire sa publicité. Quelle aubaine que d'être attaqué par des banquiers ! Jeudi 30 novembre, il a diffusé sur les réseaux sociaux une petite vidéo : « Quand ils disent que nous sommes une menace, ils ont raison. Nous sommes une menace pour ce mauvais système, qui a échoué, et qui est pipé pour le bénéfice de quelques-uns au sommet. » C'est l'équivalent britannique de « mon véritable adversaire, c'est le monde de la finance ». A une différence près : Jeremy Corbyn croit à ce qu'il dit. ■

@IciLondres

L'ÉVENTUALITÉ DE L'ARRIVÉE AU POUVOIR DE JEREMY CORBYN, LE LEADER DU PARTI TRAVAILLISTE, EST DÉSORMAIS PRISE TRÈS AU SÉRIEUX

L'ÉCLAIRAGE

Les cryptomonnaies ne pourront pas se développer sans limites

PAR JEAN-PIERRE PETIT

Aujourd'hui, l'encours des cryptomonnaies atteint 300 milliards de dollars, dont près de 170 milliards pour le bitcoin. Avant d'évoquer son avenir, essayons de définir ce qu'est le bitcoin. Un actif financier ? Bien sûr que non, puisqu'il ne délivre en soi ni dividendes ni intérêts. Il n'est donc pas valorisable comme peut l'être un actif financier.

Est-ce alors une monnaie, dans ses trois fonctions traditionnelles (réserve de valeur, unité de compte, instrument de transaction) ? Non, du moins pas encore, car il est possible de le refuser en paiement dans la plupart des pays. Dit autrement, il n'a pas de cours légal. De plus, il n'est pas assorti d'une garantie légale de remboursement. Il n'y a, en particulier, aucune structure publique de nature à garantir la sécurité des coffres-forts électroniques.

De la même façon, la convertibilité des bitcoins dans des monnaies officielles n'est absolument pas garantie par quelque organisme centralisé. Aujourd'hui, ce processus ne peut se réaliser que dans la mesure où d'autres utilisateurs désirent acquérir des bitcoins. Sa forte volatilité l'empêche en l'état de tenir le rôle de réserve de valeur et d'unité de compte. Rappelons qu'en dépit de son envolée tendancielle, le bitcoin a aussi connu des krachs ponctuels (-85 %, par exemple, en novembre 2013).

Peut-on alors comparer le bitcoin à l'or – qui n'a, il est vrai, qu'une utilité économique réduite ? C'est un argument fréquemment utilisé par les partisans du bitcoin (qui parlent d'« or numérique »), soulignant par exemple certaines similitudes (actif dissocié de tout risque émetteur, absence de nationalité, actif dissocié de tout passif...).

Tout cela n'est pas faux, mais ce qui fait la force de l'or est la convention humaine multimillénaire qui a justifié jusqu'à présent son utilisation (le

bitcoin n'a qu'à peine neuf ans) et qui s'appuie sur des propriétés spécifiques du métal jaune : caractère inaltérable, infalsifiable, reconnaissable..., illustrant ainsi que « la valeur n'existe pas en dehors de la conscience de l'homme » (Carl Menger, 1840-1921).

Pourquoi la valeur du bitcoin a-t-elle été multipliée par 30 000 depuis début 2011 ? Outre sa dimension purement opportuniste et spéculative, cette explosion est fondée sur le pari qu'un nombre croissant d'utilisateurs vont inmanquablement utiliser le bitcoin dans le futur, du fait de ses propriétés innovantes (système décentralisé sur Internet, anonymat, instantanéité des transactions...).

SOUPÇONS DE BULLE

Il y a pourtant aujourd'hui d'indéniables soupçons de bulle concernant le bitcoin. Outre l'explosion de sa valeur face à une utilité encore incertaine, soulignons que sa rareté est artificiellement organisée par le système algorithmique mathématique et cryptographique.

S'agissant des monnaies virtuelles en général, le risque principal concernant leur valeur repose sur une possible régulation publique et/ou fiscale contraignante. Pour l'instant, ce risque semble éloigné, dans la mesure où le poids total des cryptomonnaies ne représente que 0,5 % de la capitalisation boursière mondiale (dont 0,3 % pour le seul bitcoin) et 0,37 % du PIB mondial (0,21 % pour le bitcoin). D'où l'absence de risque systémique immédiat.

Mais les velléités de régulation pourraient s'accroître à mesure de leur expansion ou si l'on révélait que les monnaies virtuelles constituent un support croissant d'opérations de blanchiment ou de fraude.

L'histoire montre qu'il vaut mieux agir de façon préventive, avant que le processus n'atteigne précisément une dimension systémique. Ajoutons à cela les avertissements récents de plusieurs Prix Nobel d'économie (Joseph Stiglitz, Jean Tirole, Robert Shiller) à l'encontre du bitcoin.

D'une manière générale, un développement sans limites des monnaies virtuelles est peu probable. La régulation monétaire (la politique monétaire proprement dite, mais aussi la sécurité des systèmes de règlement et de paiement, le contrôle du caractère licite des opérations, les garanties apportées aux déposants...) et la stabilité financière sont et resteront avant tout des biens publics. ■

Jean-Pierre Petit est économiste et président de la société de conseil Les Cahiers verts de l'économie

Pourquoi les économistes ont tort de rejeter le bitcoin

Les Prix Nobel d'économie Jean Tirole, Joseph Stiglitz et Paul Krugman critiquent les risques de la monnaie virtuelle, mais en ignorent les usages positifs

PAR NICOLAS HOUY ET FRANÇOIS LE GRAND

Dans une tribune publiée dans le *Financial Times*, le 30 novembre, Jean Tirole a jugé que le bitcoin était une pure bulle financière qui n'avait aucune utilité publique. Avant lui, d'autres lauréats du prix Nobel d'économie se sont déjà exprimés dans le même sens : Joseph Stiglitz a estimé, dans une interview à Bloomberg, le 29 novembre, que le gouvernement américain avait bien agi en essayant d'« éteindre » le bitcoin, et Paul Krugman avait jugé dès 2013, dans le *New York Times*, que « Bitcoin is Evil » (« Bitcoin, c'est le Mal »).

Qu'est-ce que le bitcoin ? Bitcoin est le nom d'un protocole, c'est-à-dire un ensemble de règles et de normes qui permettent à des ordinateurs (et à ceux qui les contrôlent) de se comprendre. La principale réussite de Bitcoin est de garantir des droits de propriété exclusive reconnus par tous sur des unités de compte. Ces unités de compte sont « les » bitcoins (sans B majuscule). Pour réussir ce tour de force dans un réseau de données numériques – qui peuvent a priori être copiées à l'infini sans aucun coût – où personne ne peut se faire confiance, Bitcoin mobilise des concepts de cryptographie, mais aussi de théorie des jeux et de théorie des incitations.

Si Jean Tirole est évidemment légitime sur de nombreux sujets économiques et financiers, sa tribune sur Bitcoin révèle une certaine méconnaissance du sujet, et en particulier de ses aspects technologiques. Un exemple assez révélateur est sa description du processus de « minage » comme un nouveau seigneurage confisqué par des entités privées.

Le minage n'est pas simplement lié au processus de création monétaire, il

est au cœur du protocole Bitcoin et de la construction de la blockchain. En simplifiant, pour qu'une transaction en bitcoins soit enregistrée et inscrite dans la blockchain, plusieurs étapes sont nécessaires. D'abord, la transaction est validée par un premier mineur, celui qui a été le plus rapide. Ensuite, cette première validation est confirmée par les autres mineurs. Lorsqu'il y a consensus des mineurs sur la validité de la transaction, celle-ci est inscrite dans la blockchain. Le processus de validation initiale, pour lequel les mineurs sont en concurrence, est récompensé par une rémunération en bitcoins. Cette rémunération est une incitation indispensable au processus de minage qui garantit le consensus sur la propriété.

VALEUR RÉELLE

La rémunération des mineurs a deux composantes : d'une part, des bitcoins payés par création monétaire et, d'autre part, des frais de traitement payés par l'initiateur de la transaction. Une fois les 21 millions de bitcoins émis, seule demeurera la rémunération en frais de transaction. La création monétaire et le seigneurage qui lui seraient associés ne sont nullement confisqués, mais servent d'incitation financière aux mineurs et sont nécessaires à assurer la validité et l'intégrité des transactions Bitcoin.

Cette incitation est temporaire et garantit la présence de mineurs pendant le processus transitoire d'adoption et de développement de Bitcoin. Pour finir sur le minage, il faut rappeler qu'il y a une libre concurrence entre les mineurs, et que les plus efficaces, donc ceux qui rendent les transactions plus sûres, sont récompensés davantage. Cette libre concurrence s'accompagne également d'une liberté d'installation pour le minage.

Comme nous venons de le voir, blockchain et minage sont indissociables. C'est le minage qui permet d'assurer la crédibilité et la confiance que les utilisateurs de bitcoins peuvent avoir en la blockchain. Aujourd'hui, il n'existe pas d'alternative au minage pour garantir l'existence d'un protocole ouvert et décentralisé. Il paraît donc très difficile de vouloir d'un côté encenser la blockchain et de l'autre accuser Bitcoin d'être « le Mal ».

Si les aspects normatifs de Bitcoin sont nombreux et souvent évalués avec un biais idéologique, on ne peut pas les rejeter en bloc. Bitcoin ouvre la possibilité d'une monnaie crédible, avec un fonctionnement régi uniquement par un protocole informatique. Les applications, ou tout du moins les promesses d'applications, semblent nombreuses : inclusion financière, moyen d'échange échappant à l'hyperinflation, alternative bon marché pour les transferts de fonds internationaux, lutte contre les contrôles financiers dans les dictatures ne sont que des exemples. Certains de ces aspects normatifs ont peu d'importance pour une économie développée, mais cela peut être très différent pour des économies dont le système financier et monétaire est moins mature.

C'est ici que les considérations normatives rejoignent les propriétés positives de Bitcoin. Un des arguments communs aux Nobel d'économie est que les bitcoins n'ont pas de valeur intrinsèque. Il est vrai que les bitcoins ne donnent pas droit à des dividendes et ne représentent pas un titre de propriété sur un capital social. Mais la valeur des bitcoins est assise sur le protocole Bitcoin et le réseau de ses utilisateurs. Ce sont eux qui permettent, entre bien d'autres, les usages cités plus haut. Bien sûr, cette valeur, comme celle de tout réseau, dépend du nombre d'utilisateurs et de leur utilité à participer au réseau. Cependant, cette valeur est réelle.

Le développement de Bitcoin n'est pas sans poser de problèmes, comme le coût énergétique démesuré du minage et la régulation de ce nouvel univers. Mais avec Bitcoin, les informaticiens ont répondu au défi de créer un protocole permettant de garantir des droits de propriété sur Internet. Par sa nature décentralisée, il est désormais impossible d'imaginer « éteindre » ou « fermer » Bitcoin, tout comme on n'éteint ou ne ferme pas un langage. Alors que la création de Bitcoin leur a complètement échappé, les économistes sont maintenant devant la tâche de penser sa régulation. Sauront-ils s'en emparer ? ■

Nicolas Houy est chargé de recherche au CNRS et au Groupe d'analyse et de théorie économique (GATE Lyon Saint-Etienne) ; François Le Grand est professeur à l'EM Lyon

BITCOIN OUVRE LA POSSIBILITÉ D'UNE MONNAIE CRÉDIBLE, AVEC UN FONCTIONNEMENT RÉGI UNIQUEMENT PAR UN PROTOCOLE INFORMATIQUE