

Les bulles spéculatives : de la formation à l'explosion

1 Les bulles spéculatives : définition et récurrence

2 Comment se forme une bulle : rôle des anticipations et du crédit

3 L'éclatement de la bulle : le « moment de Minsky »

4 Pourquoi ne peut-on pas empêcher la formation des bulles spéculatives ?

5 Comment peut-on en limiter les effets ?

1 Les bulles spéculatives : définition et récurrence

Une bulle spéculative se forme quand la valeur financière d'un actif devient très supérieure à sa valeur réelle supposée.

Cet actif (un actif correspond à quelque chose que l'on possède ou que l'on souhaite posséder) peut-être :

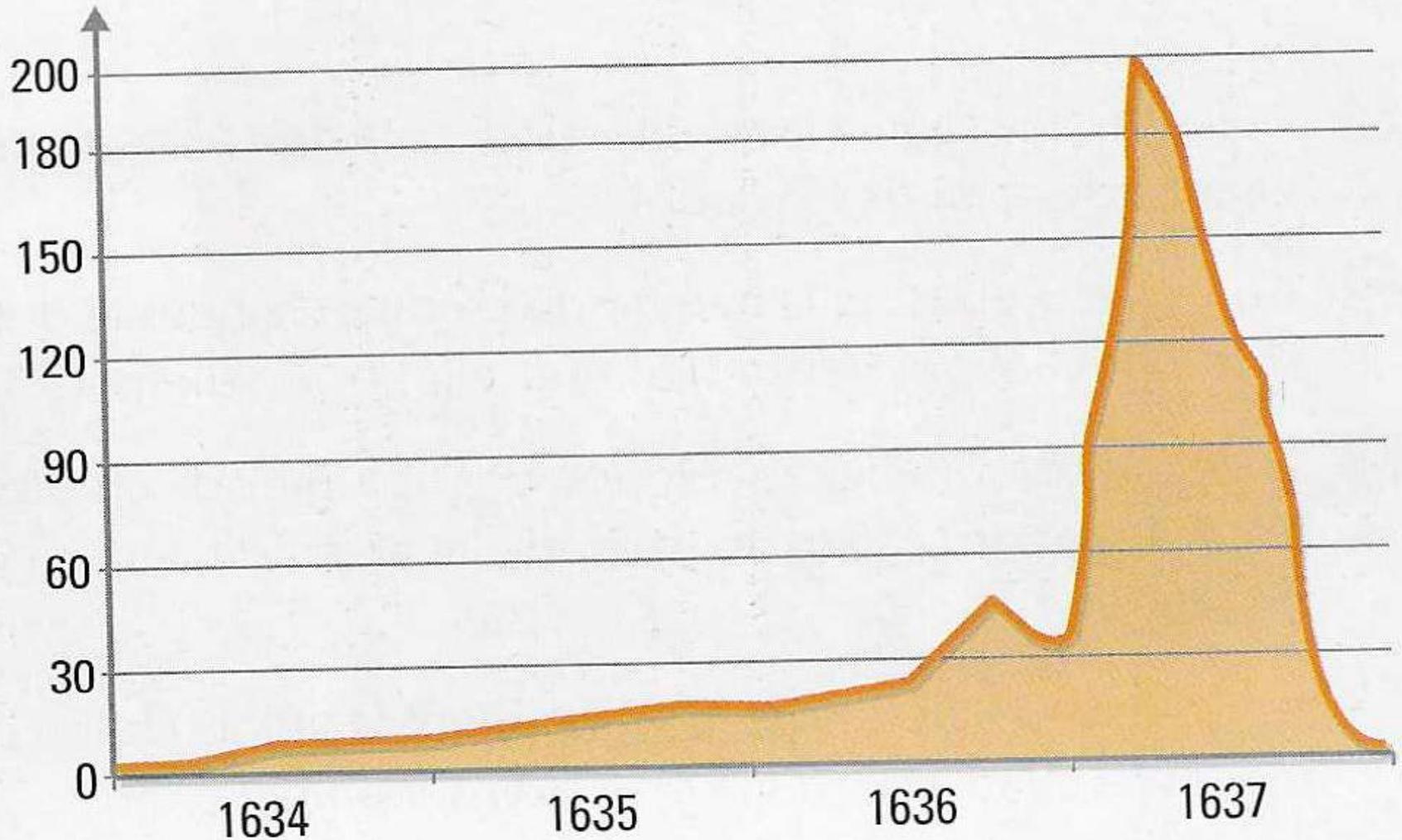
- une valeur boursière : action, obligation, produit financier...**
- un actif « réel » : bien immobilier, bien artistique, bien industriel, terrain, sportif de haut niveau...**
- un projet, un investissement (exemple des start-up)**

Il n'y a pas vraiment de moment précis où l'actif se transforme en bulle, donc pas de définition rigoureuse sur le plan mathématique.

Mais en règle générale, quand la valeur financière d'un actif devient au moins trois fois supérieure à sa valeur supposée réelle on peut estimer qu'une bulle se forme.

L'une des bulles les plus célèbres et la plus ancienne est celle des bulbes de tulipe en Hollande au XVII^e siècle.

Indice du prix des tulipes



Entre début 1634 et mi 1637 le prix d'un bulbe de tulipe a augmenté de 5900%. Il atteint l'équivalent de 100 000 € d'aujourd'hui.

Ce qui est frappant depuis l'émergence du capitalisme au XVII^e c'est la récurrence de ces bulles spéculatives, c'est à dire leur retour de façon régulière.

En moyenne il s'en produit une tous les 14 ans. Elles ne se produisent pas dans les mêmes lieux, elles ne portent pas sur les mêmes actifs et elles n'ont pas toutes la même ampleur.

De cette diversité naît d'ailleurs notre ignorance : si une bulle n'éclate pas en Europe ou aux États-Unis on ne s'en inquiète pas (ce qui peut expliquer le peu d'empressement des pouvoirs politiques à empêcher leur formation).

Mais certaines bulles ont bien failli emporter la totalité du système économique, et au delà de l'ensemble du système social et politique.

On citera bien entendu le krach d'octobre 1929 à la bourse de New-York ou le krach de septembre 2008 sur les valeurs immobilières qui, parti une fois encore de Wall Street s'est répandu dans le monde entier.

Dow Jones Industrial Average



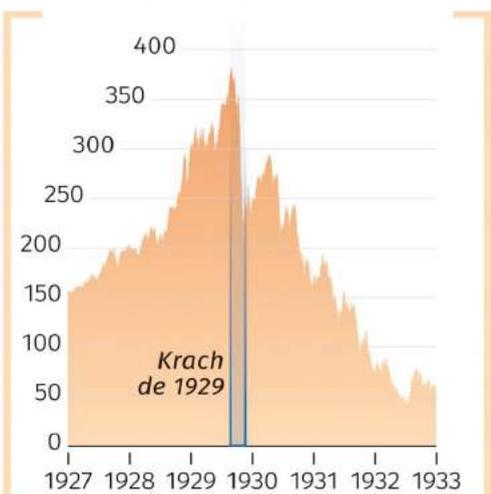
Le CAC 40 depuis 1980 (valeur en clôture)



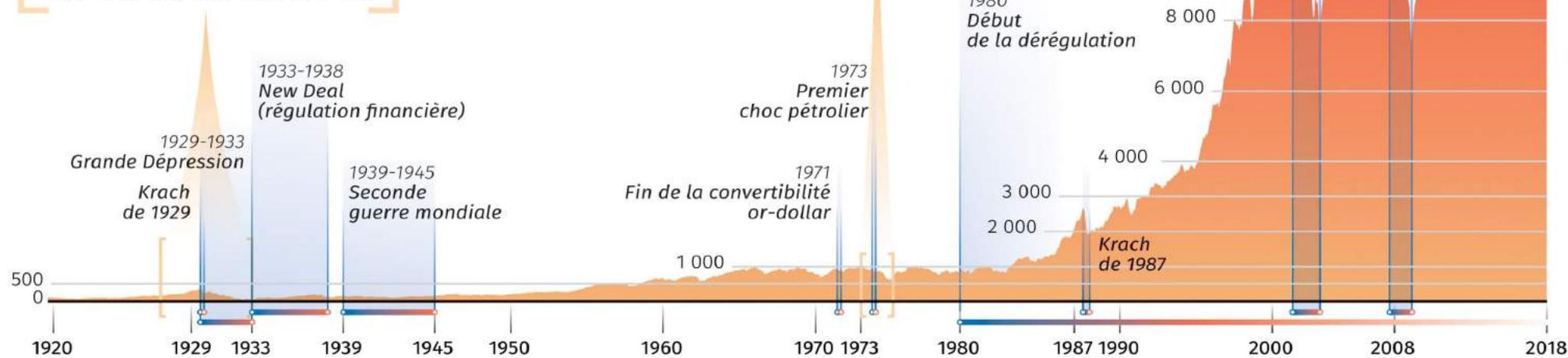
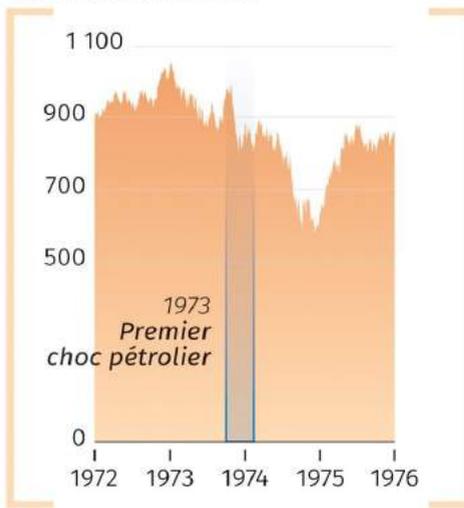
Évolution de l'indice Dow Jones de la Bourse de New York, 1920-2018

Indice Dow Jones Industrial Average

Du 1^{er} janvier 1927
au 31 décembre 1932

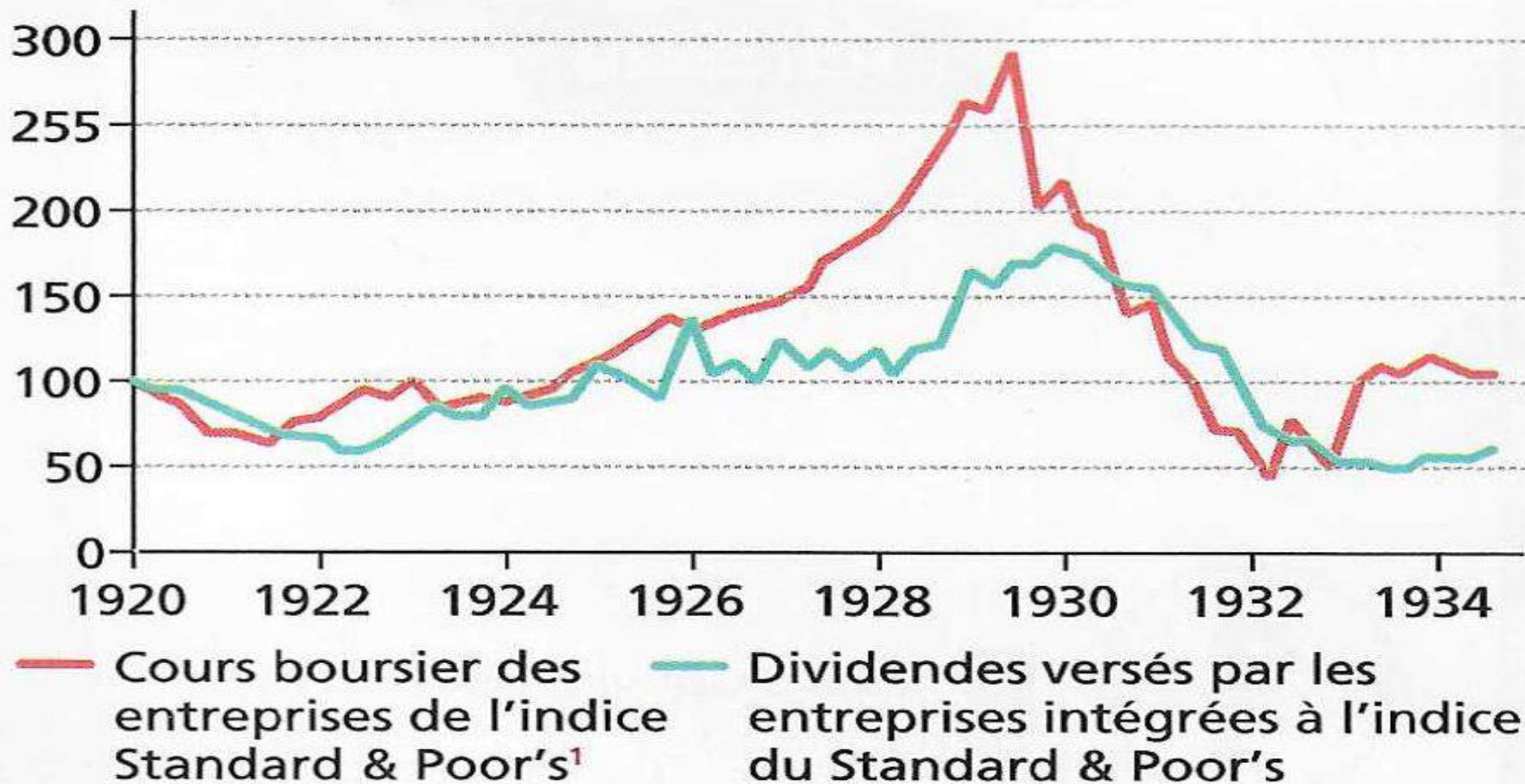


Du 1^{er} janvier 1972
au 31 décembre 1975



© FNSP - Sciences Po, Atelier de cartographie, 2018

Indice des dividendes et des cours boursiers à la bourse de New York (base 100 en 1920)



1. Indice boursier américain fondé sur les cours de grandes sociétés américaines cotées.

Source : P.-C. Hautcoeur, *La Crise de 1929*, La Découverte, 2009.

Évolution du cours du Nasdaq¹ de septembre 1998 à septembre 2001 (base 100 en 1971)



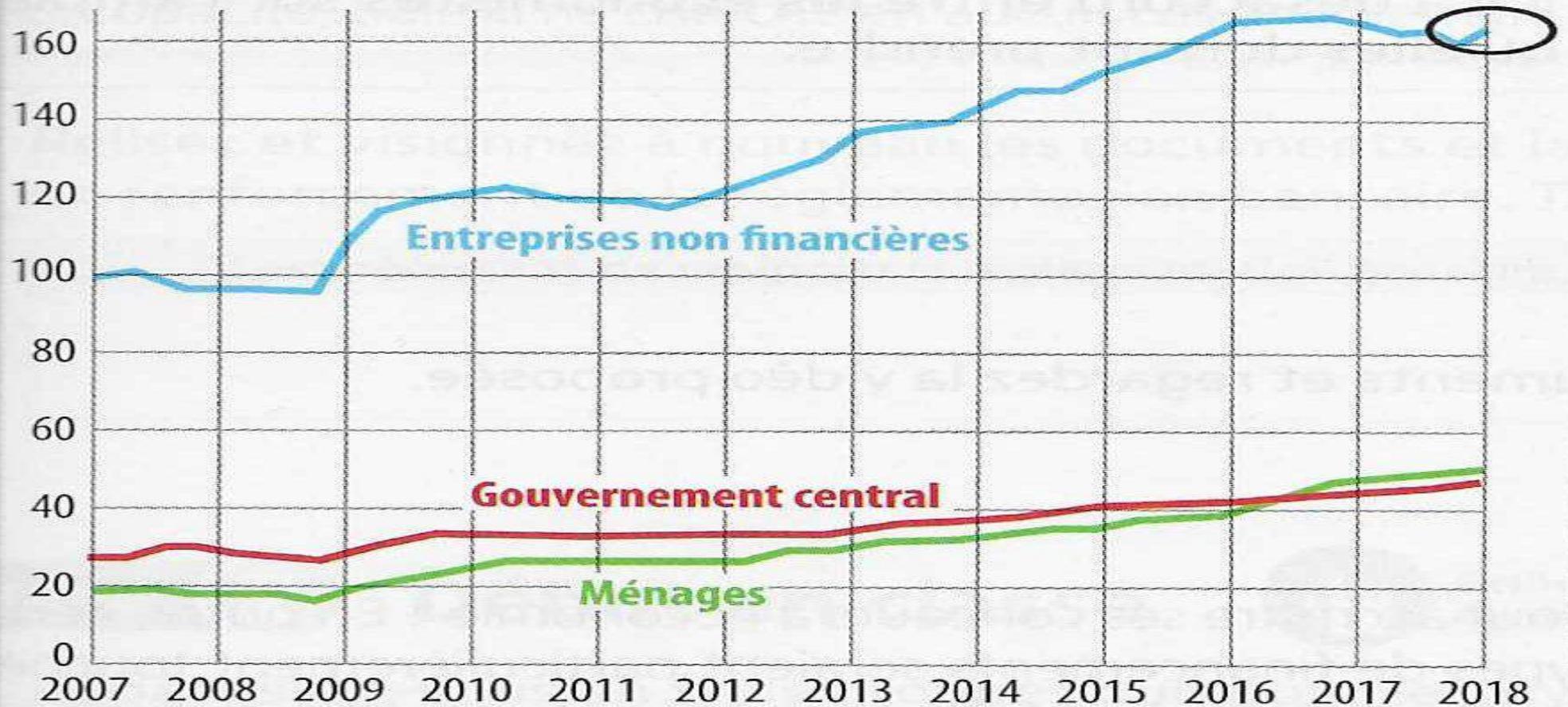
Source : <https://fred.stlouisfed.org>

1. Indice boursier américain des entreprises liées aux nouvelles technologies.

Un exemple de bulle financière lointaine : la bulle immobilière en Chine actuellement (et ses risques sur l'économie mondiale) .

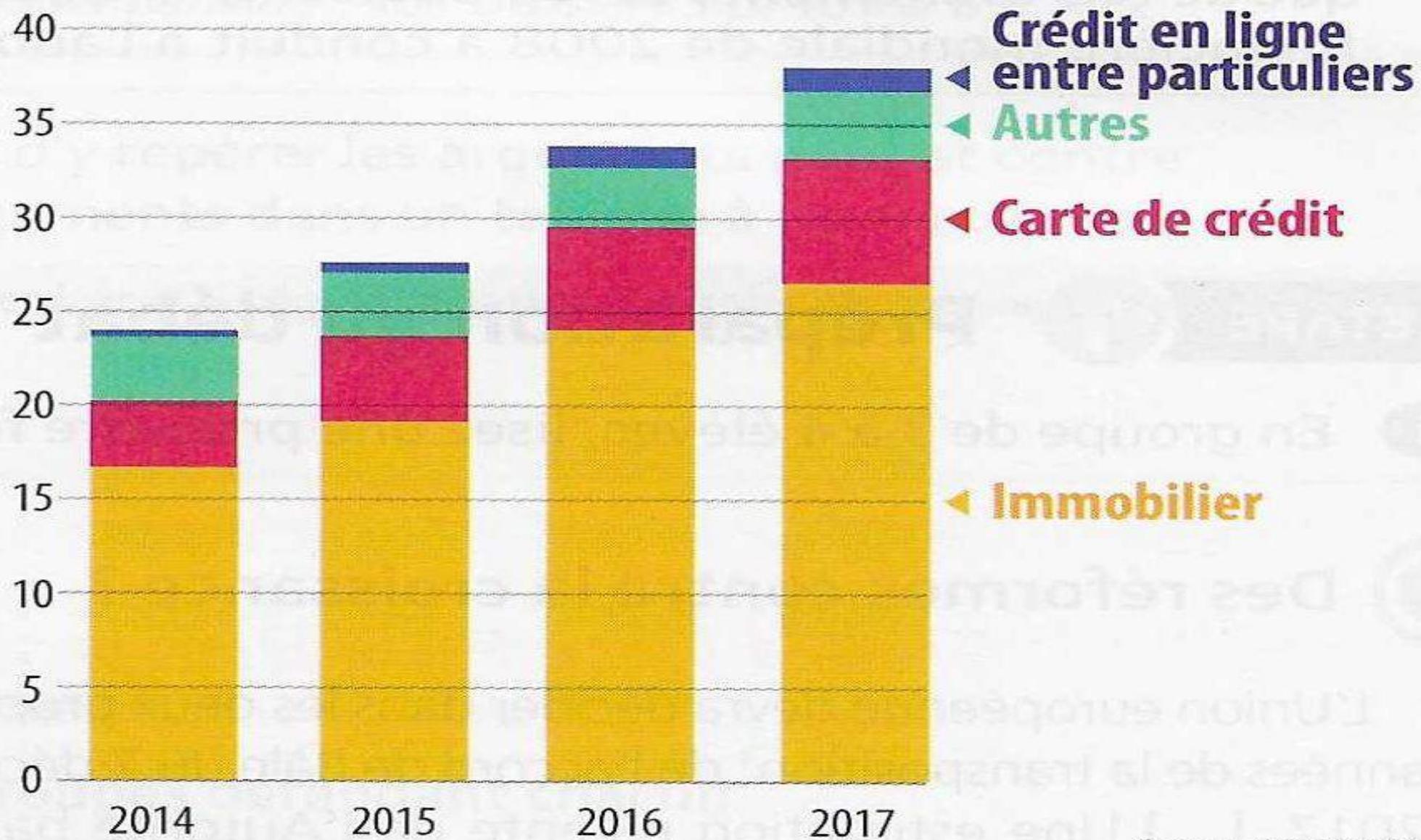
L'endettement s'envole en Chine...

Dettes des agents non financiers en Chine (en % du PIB)



Source : OCDE, 2019.

Composantes de la dette des ménages chinois (en % du PIB)



Source : OCDE, 2019.

2 Comment se forme une bulle : rôle des anticipations et du crédit

Le point de départ d'une bulle est très varié. Il peut s'agir :

- d'un produit nouveau : bulbe de tulipe au XVII^o, automobile début XX^o...**
- d'une innovation productive : valeurs internet début 2000, énergies renouvelables actuellement...**
- d'une innovation financière : sociétés par actions, obligations « risquées » (junk bonds), titrisation, crédit immobilier hypothécaire, produits dérivés...**
- d'un nouveau désir de consommation : immobilier individuel, voiture électrique, objets d'art...**

Dans un 1^o temps ces nouveautés attirent des investisseurs qui disposent de fonds (pas de recours au crédit) qu'ils souhaitent valoriser.

Ces premiers investisseurs acquièrent ces actifs dont la valeur financière se met à grimper.

Il se produit alors, plus ou moins rapidement, un double phénomène :

- les anticipations autoréalisatrices (mises en lumière par un sociologue américain : Robert King Merton : 1910-2003). Il suffit de penser qu'un phénomène va se produire pour mener des actions qui vont justement conduire à ce que le phénomène se produise.

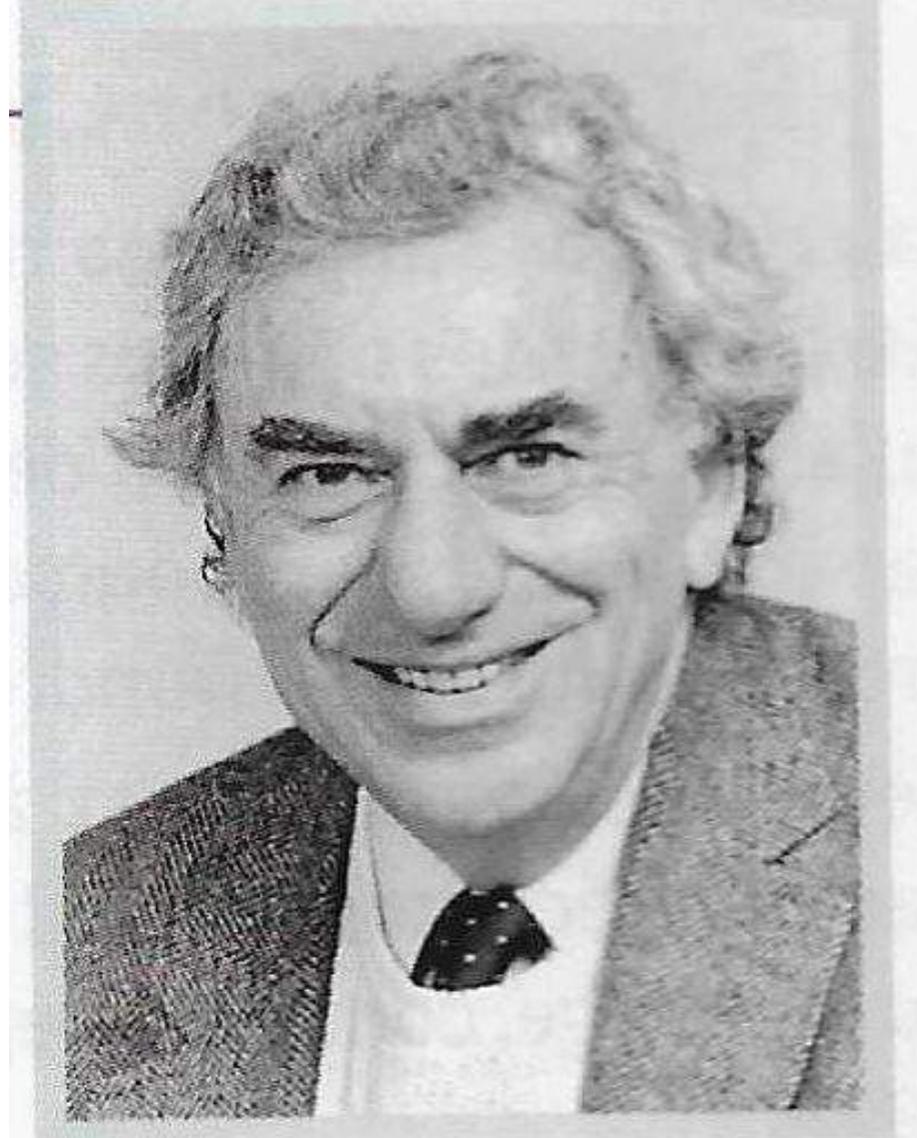
Sur le plan boursier si chacun est persuadé que la valeur des actifs va monter on va acheter ces actifs et leur valeur va monter confirmant ainsi l'intuition de départ.

Remarque : cela fonctionnera également en sens inverse.

- surtout : le rôle du crédit.

A la suite de la 1° vague des investisseurs, apparaît une seconde vague : celle des spéculateurs. Ils n'ont pas de fonds à valoriser, ils souhaitent simplement profiter de la hausse de la valeur des actifs.

Ils vont alors s'endetter auprès des banques : avec les crédits ils achètent les actifs en pariant sur le fait qu'ils les revendront beaucoup plus cher et qu'ils pourront ainsi rembourser leurs dettes.



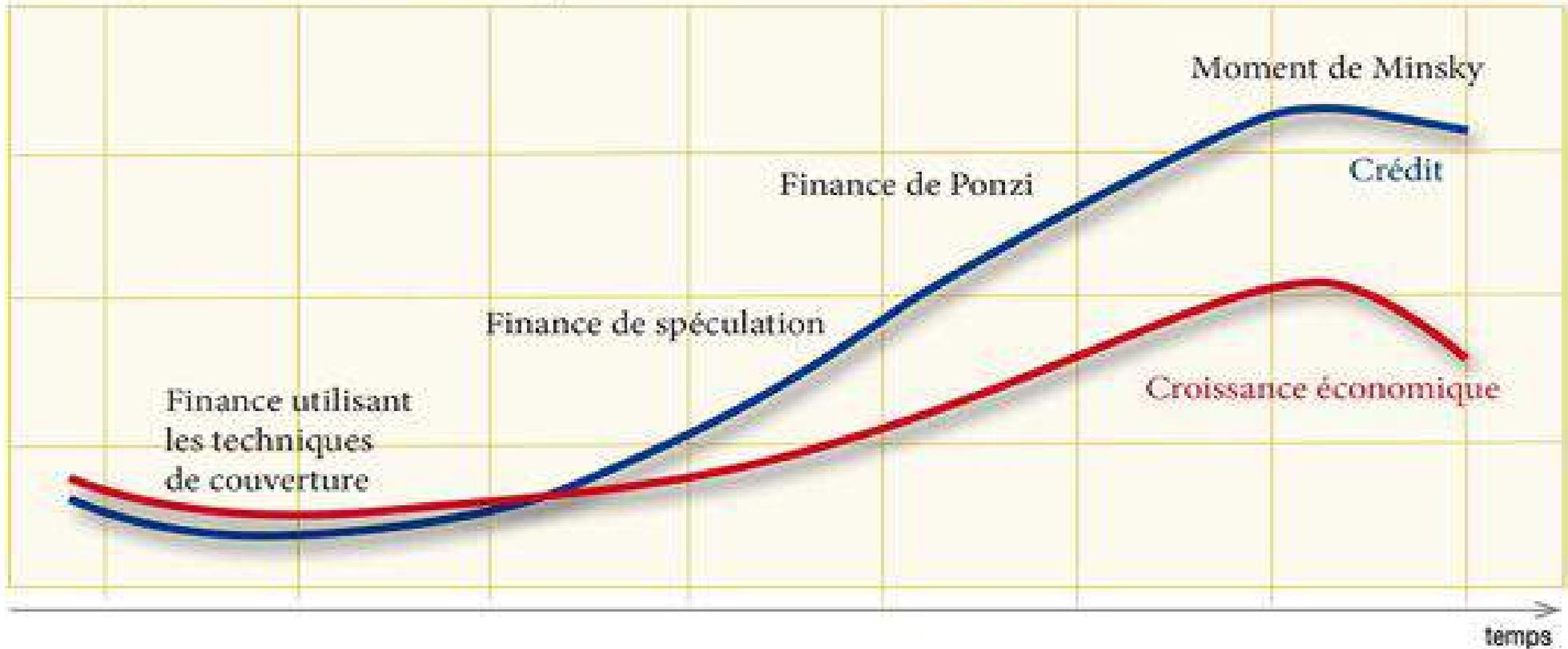
Hyman Minsky : 1919-1996

C'est à un économiste américain d'origine russe, Hyman Minsky que l'on doit l'étude la plus approfondie des crises boursières.

Dans la phase d'apparition des bulles il note en particulier « le paradoxe de la tranquillité » : tout le monde sait bien que les bulles finissent par éclater, mais tout le monde semble persuadé de pouvoir se retirer du marché avant l'éclatement.

Le crédit joue un rôle central : il rassure les spéculateurs (qui ne misent pas leur propre argent) et il joue un rôle d'accélérateur puisque les fonds disponibles sont beaucoup plus importants.

Le cycle de Minsky



Presque au sommet du cycle, quand la bulle est au plus haut, apparaît également la finance de Ponzi du nom du financier italien Charles Ponzi (1882-1949) qui l'a popularisée : on rétribue les premiers investisseurs avec l'argent apporté par les seconds et ainsi de suite. C'est ce que l'on appelle la pyramide de Ponzi.

Avant même l'éclatement de la bulle financière des 1° signe « inquiétants » se manifestent :

- la pyramide de Ponzi est fragile : il faut toujours plus de nouveaux investisseurs pour rémunérer les anciens. Cela devient rapidement difficile.**

- le prix des actifs devient un frein à l'investissement : c'est trop cher pour une rentabilité qui est incertaine.**

- les taux d'intérêts commencent à monter devant l'afflux des personnes qui souhaitent s'endetter pour investir. Cette hausse contribue à ralentir encore plus la rentabilité supposée des investissements financés à crédit.**

Va alors inévitablement arriver le « moment de Minsky » : c'est à dire le moment où la bulle va commencer à se dégonfler avant d'éclater brutalement.

Tout le problème est le suivant : on sait que ce moment va arriver (il est toujours arrivé, sans aucune exception), mais on ne sait pas quand il va arriver.

3 L'éclatement de la bulle : le « moment de Minsky »

Le « moment de Minsky » désigne donc le moment inévitable où la bulle va exploser.

Selon Minsky cela est du à la hausse des taux d'intérêts des banques centrales qui est elle même due aux tensions inflationnistes issues des crédits antérieurs.

Cette hausse produit 2 effets :

- elle renchérit le coût du crédit rendant beaucoup moins intéressante la spéculation par endettement.**

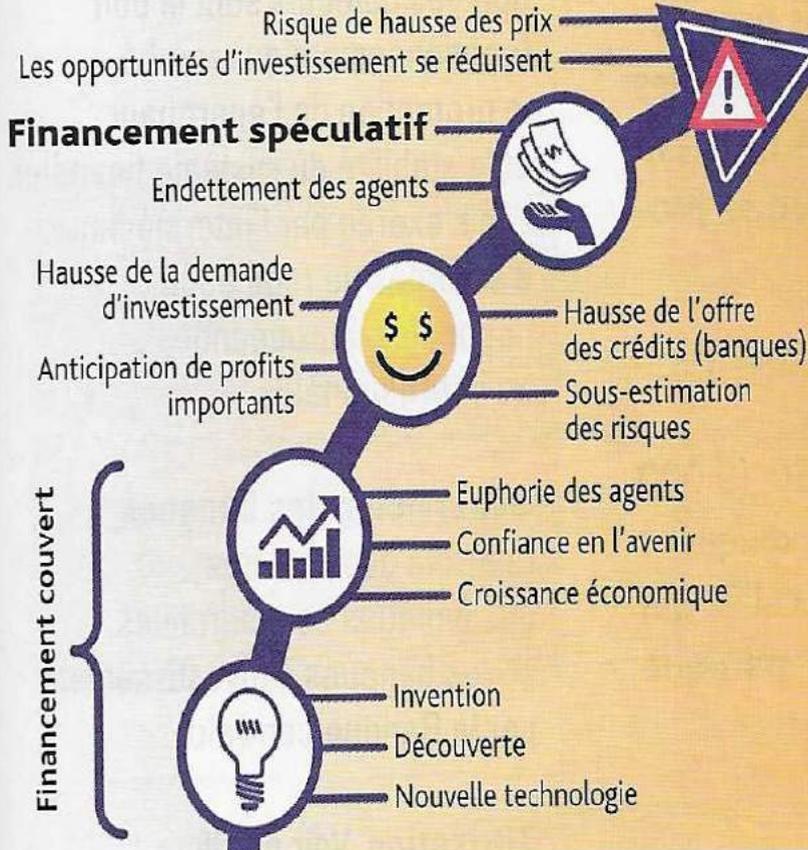
- elle rend plus attractive les placements en « bons du trésor ». Des spéculateurs vont donc vendre les actifs qui alimentent la bulle pour acquérir ces bons du trésor.**

Plus globalement les spéculateurs les plus prudents vont estimer qu'ils ont assez gagné et que « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ». Ils vont vendre « au son du clairon », c'est à dire quand tout va encore relativement bien.

EUPHORIE

Phase ascendante du cycle financier

Plus les investisseurs sont confiants, plus ils vont adopter un comportement de financement risqué. C'est le paradoxe de la tranquillité.

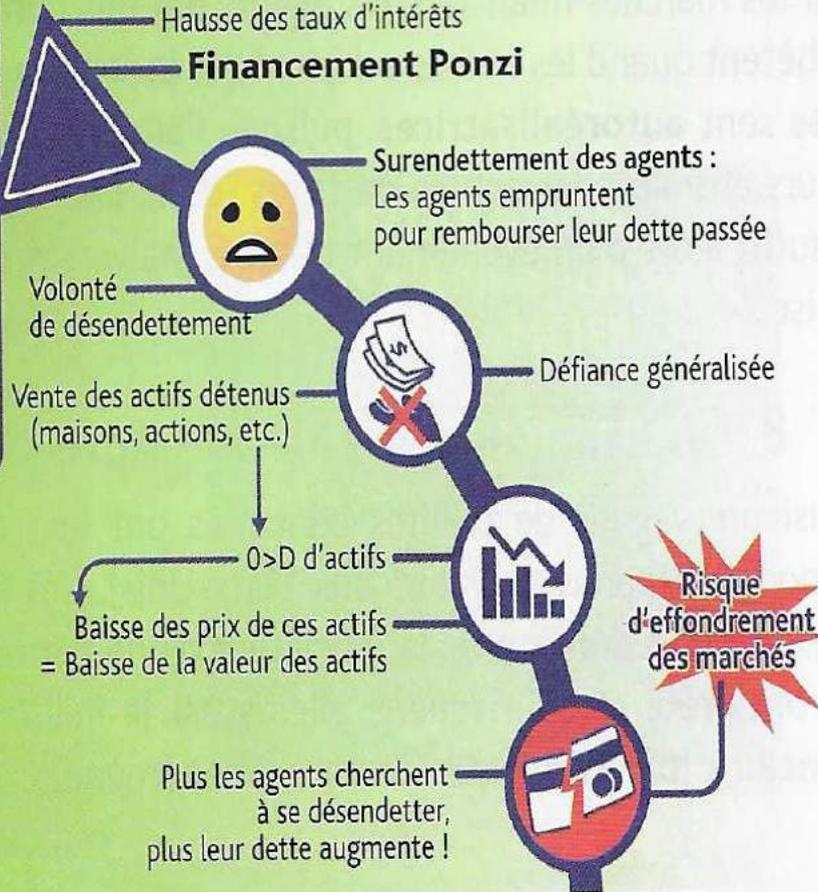


MOMENT DE MINSKY

La Banque centrale augmente le taux directeur pour lutter contre l'inflation

EFFONDREMENT

Phase descendante du cycle financier



Cette vente des spéculateurs provoque une première baisse des cours. Cela va avoir trois conséquences qui vont entraîner l'éclatement total de la bulle, éclatement très rapide :

- les spéculateurs « à découvert » qui se sont endettés pour acquérir les actifs doivent vendre le plus vite possible pour pouvoir rembourser leur dette.**

Warren Buffet, l'un des spéculateurs les plus avisé, disait « c'est quand la mer se retire que l'on voit ceux qui se baignent nu »

Cette hâte de vendre provoque une boule de neige : les cours baissent encore plus, obligeant de nouveau les spéculateurs endettés à vendre au plus vite...

- nous retrouvons ici les « comportements moutonniers » et les anticipations auto-réalisatrices : la peur de la baisse entraîne la vente qui amplifie la baisse...**

C'est donc le moment où tout le monde se précipite pour se débarrasser au plus vite de l'actif, au moment où personne ne veut l'acquérir. Le prix s'effondre alors.

- l'éclatement de la bulle est amplifié par le comportement des petits « boursicoteurs » qui ne comprennent pas grand chose aux lois économiques et financières et qui réagissent la plupart du temps à contre-courant.

Quand ils constatent que le cours d'un actif a beaucoup progressé ils achètent... au moment où le cours se met à baisser.

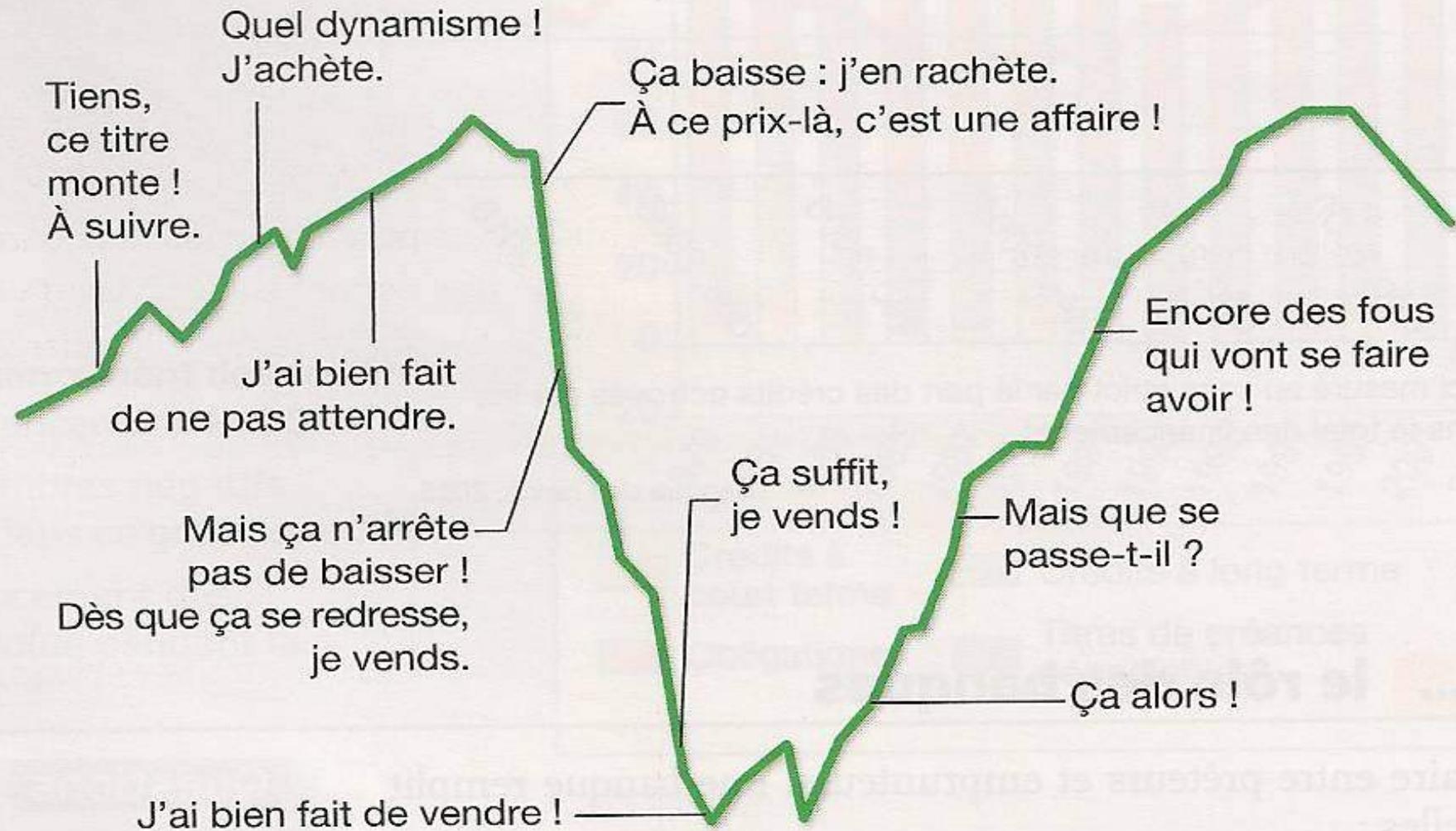
Pendant la baisse ils estiment que le cours devient attractif (puisque l'actif est moins cher) et ils rachètent de nouveau alors que la bulle éclate.

Quand la valeur de l'actif a beaucoup baissé ils se décident à vendre à perte alors qu'après l'éclatement de la bulle il arrive très souvent que le cours remonte (sans atteindre les folies précédentes).

Au final ce sont bien les premiers investisseurs, ceux qui ont le plus de connaissances et le plus de moyens (ils n'achètent pas à découvert) qui retirent le plus les bénéfices de la bulle et de son éclatement.

D'où le succès, par exemple, de Warren Buffet, de son fonds de placement (et des conférences qu'il donne à prix d'or).

Le graphique imagine l'évolution du cours d'une action au fil du temps.



D'après T. Béchu, É. Bertrand, J. Nebenzahl, *L'analyse technique - Théories et méthodes*, Économica, 2008.

4 Pourquoi ne peut-on pas empêcher la formation des bulles spéculatives ?

Puisque l'on sait comment se forment les bulles spéculatives et comment elles éclatent de façon certaine pourquoi ne peut-on pas empêcher leur formation ? Il y a plusieurs raisons :

- d'abord la bourse est le temple du libéralisme où chacun estime pouvoir assumer son risque. Toute idée d'une intervention des pouvoirs publics visant à limiter cette liberté est très mal vue.

D'où un lobbying intensif auprès des autorités politiques. Et comme le grand public est assez indifférent, les autorités sont peu pressées d'agir.

- une partie de la finance échappe aux réglementations : ce que l'on appelle la « shadow finance », finance de l'ombre issue des paradis fiscaux, des fonds spéculatifs, de la finance à haute fréquence...

Cette finance de l'ombre représenterait aujourd'hui autour de 50 000 milliards \$ et son rôle est largement amplifié par l'internet.

- il y a également le rôle du grand public. De façon inconsciente il voit dans certains actifs l'occasion de s'enrichir un peu.

On peut ici prendre l'exemple de la bulle immobilière aux États-Unis (et en Chine actuellement).

Elle repose sur des crédits hypothécaires : les ménages acquièrent leur logement à des taux d'intérêts très bas, mais variables. C'est la valeur éventuelle du logement qui ouvre droit au crédit et non pas le niveau de revenu du ménage.

Les ménages les plus modestes ont donc cru pouvoir acquérir à moindre coût des logements inaccessibles pour eux en fonction de leurs revenus.

Bien entendu, quand les taux d'intérêts remontent ils ne peuvent plus rembourser, sont expulsés de leur logement qui est mis en vente, ce qui entraîne l'effondrement du prix de l'immobilier.

C'était prévisible, on pouvait les avertir, mais pouvait-on les empêcher de rêver à un logement de qualité inespérée ?

Il faut ajouter que le grand public perçoit mal le danger des bulles spéculatives, sauf pour celles de 1929, voire de 2009.

Il estime que c'est une affaire de spécialistes et que les perdants l'ont bien mérité : ils ont joué, ils ont perdu.

Ici le grand public oublie 2 choses :

- à l'occasion des crises financières tout le monde peut perdre : exemple de la crise de 1929 soldée par une guerre mondiale.**

- les spéculateurs ne sont pas toujours perdants : pour sauver le système on peut au contraire vouloir sauver ceux qui ont conduit à la crise : c'est ce que l'on appelle l'aléa moral.**

Lors de la crise immobilière de 2009 pour sauver l'économie mondiale on a sauvé les banques (sauf Lehman Brothers) qui avaient le plus spéculé sur les crédits hypothécaires : les gains sont privatisés, les pertes sont socialisées.

Ce n'est pas moral, mais pouvait-on laisser le système bancaire mondial s'effondrer ?

5 Comment peut-on en limiter les effets ?

Si on ne peut pas empêcher la formation des bulles spéculatives on a au moins appris à limiter leurs effets, quitte à faire des entorses à la morale (ce qui d'ailleurs conduit à l'apparition de nouvelles bulles).

- tout d'abord les pouvoirs publics ont appris depuis 1929 (puis les travaux de l'économiste anglais John Maynard Keynes 1883-1946) qu'il fallait agir et non pas « laisser faire laisser passer » comme en 1929.

Les banques centrales vont faire baisser les taux d'intérêts, les gouvernements vont renflouer les banques (y compris les plus coupables), les banques centrales vont garantir les dépôts des clients « quoi qu'il en coûte ». La crise financière ne se transforme plus en grande dépression et en déflation généralisée .

- on prend de plus en plus conscience de la notion de risque systémique (un risque qui peut détruire tout un système financier) et au « too big to fail ».

C'est le prix Nobel 2008, Paul Krugman qui le dit clairement : si vous êtes trop gros pour faire faillite ,vous êtes trop gros pour exister.

Concrètement pour les banques :

- elles sont de plus en plus obligées de nouveau de séparer très strictement activité bancaire et activité financière pour éviter la contagion de la seconde à la première.**
- les établissements les plus gros sont en partie démantelés (exemple de la Goldman Sachs dont les activités sont désormais séparées en trois entités distinctes).**
- elles sont soumises à des stress tests (au niveau européen surtout) : comment pourraient-elles réagir face à une crise financière. Cela leur donne des notes. Une mauvaise note pouvant conduire à une interdiction d'activité (à l'exemple de la Banco Santander, l'une des principales banques espagnoles).**
- elles doivent obéir à des règles prudentielles : leurs fonds propres doivent garantir un minimum de 20% des dépôts des clients (ce qui peut suffire à éviter des paniques bancaires).**

Les « gendarmes boursiers » ont également vu leur rôle accru pour traquer les fraudeurs et les punir sévèrement.

Ainsi Bernard Madoff l'un des financiers de Wall Street les plus respecté (c'est l'un des créateurs du NASDAQ, la bourse des valeurs de haute technologie), coupable néanmoins d'une escroquerie à la Ponzi de plus de 50 milliards \$ a -t-il été condamné à 150 ans de prison et il est mort en prison en 2021.

Tout cela est-il suffisant ? Sans doute pas et cela ne dissuade pas vraiment les spéculateurs et autres virtuoses de la finance à l'image d'un Jérôme Kerviel.

Néanmoins, et c'est sans doute le plus important, les crises financières n'ont plus, ou en tout cas beaucoup moins, l'impact négatif qu'elles avaient sur l'ensemble de l'activité économique.

Le prix à payer est hélas connu : à peu près certains qu'on volera à leur secours en cas de besoin les spéculateurs, n'hésitent pas à prendre des risques que la collectivité devra assumer à leur place.

C'est une nouvelle fois la preuve que la morale et l'économie sont deux termes très opposés, même si ce n'est pas toujours le cas.