



Institut  
Mines-Télécom

# Présentation du cours " Introduction aux Marchés Financiers - Krachs et bulles "

Intervenant :  
**Philippe Castelnau**

**Bureau** : E-214

**Tél.** : 01.60.76.40.13

**Mail** : [Philippe.Castelnau@telecom-em.eu](mailto:Philippe.Castelnau@telecom-em.eu)



 Association  
of MBAs

[www.telecom-em.eu](http://www.telecom-em.eu)

# Krachs et bulles

## ■ Un krach:

- Un effondrement brutal des **valorisations** d'une classe d'actifs, comme par exemple les cours sur un marché financier à la suite d'un afflux massif d'ordres de vente.

## ■ Un krach intervient souvent:

- Suite à l'éclatement d'une bulle spéculative, comme en 2000 lors de la bulle Internet. Le krach peut parfois préfigurer une crise économique profonde.
  - Le terme apparaît lors de la chute des bourses de Vienne et de Berlin (1873). En anglais, *krach* est devenu *crash* ou *stock market crash*.
  - Faisant généralement référence à la Bourse, à l'inverse de **crise économique**, dont la portée est beaucoup **plus large**.

# Formation & Dégonflement des Bulles Spéculatives

## ■ Le phénomène du krach est brutal et spectaculaire.

- Les cours des actions ou des marchandises **baissent brutalement**, le nombre de vendeurs excédant largement le nombre d'acheteurs. Les vendeurs en arrivent à vouloir ou devoir vendre à n'importe quel prix, ce qui précipite la chute des titres.

## ■ Cependant, si le krach est brutal, son apparition suit un mécanisme qui s'installe sur une période plus longue.

- Le phénomène débute par une **hausse des cours fondée sur une croissance avérée de l'économie**. Cela attire un grand nombre d'investisseurs, souvent des particuliers, qui souhaitent bénéficier de cette hausse. L'investissement peut alors se faire en masse sur un grand nombre de valeurs (**effet grégaire**).

# Formation & Dégonflement des Bulles Spéculatives

■ Cependant, si le krach est brutal, son apparition suit un mécanisme qui s'installe sur une période plus longue. (suite)

- L'afflux de capitaux frais entraîne une **envolée boursière**.
- Le phénomène peut alors s'**amplifier** si les **investisseurs s'endettent pour continuer à profiter de la hausse**. Or cette hausse supplémentaire se décale progressivement des résultats réels de l'économie : c'est alors une **bulle spéculative**.
- On arrive alors dans une **phase attentiste** où seuls les investisseurs les plus avertis sortent de cette bulle. La publication d'une **statistique sur la surévaluation du marché** donne souvent le signal d'alarme qui conduit au krach : les investisseurs, souvent des petits porteurs, vendent en masse leurs titres et une course à la liquidité s'ensuit.

# Krachs et bulles

- Aujourd'hui, le phénomène est largement amplifié par l'informatique. En effet, si c'est la peur qui conduit les petits porteurs à se débarrasser de leurs titres, ce sont des automates qui gèrent les actions des investisseurs institutionnels.
- Pour contrer ce phénomène, les places boursières comme Paris, Londres, Francfort ou Wall Street ont mis en place des garde-fous. Les clôtures anticipées permettent de fermer les bourses pendant une durée assez longue afin de calmer le phénomène.

# Histoire de krachs

- La Tulipomanie, qui affecta les Pays-Bas au milieu du XVII<sup>e</sup> siècle est le nom de la première bulle spéculative de l'histoire. La spéculation était fondée sur le commerce de la tulipe dont les prix atteignirent des sommets, avant de s'effondrer.
- La tulipe a été introduite aux Pays-Bas en 1559, importée depuis Constantinople et devient immédiatement objet de passion. En 1623, le bulbe d'une variété rare, *Semper Augustus*, affiche 1 000 florins, en 1625, 2 000 et en 1637, 5 500 (le revenu annuel moyen de l'époque est de 150 florins). En février de cette année-là, une autre variété encore plus chère atteint les 6 700 florins. Le prix d'un seul oignon peut égaler en 1637 la valeur de deux maisons, huit fois celui d'un veau gras et quinze fois le salaire annuel d'un artisan. Dès 1635, on pouvait même acheter des parts de bulbe.
- La spéculation va s'emparer de ce phénomène et les prix commenceront à réellement exploser en 1634 jusqu'à fin 1636 où les spéculateurs se rendront compte de l'irrationalité de ce phénomène, à cause du pamphlet d'Adriaen Roman, qui met en scène un tisseur qui aurait tout abandonné pour devenir fleuriste. L'homme se moque d'un ancien collègue trimant pour faire 10% de bénéfice. Mais ce dernier lui rétorque qu'il n'a pas encore engrangé ces profits mirifiques. L'ouvrage est prophétique. Des vendeurs de Haarlem l'ayant lu refusent de vendre à 1 250 florins une tulipe. Le prix baisse à 1 000 florins. La séance est suspendue. Très vite, les spéculateurs de la ville sont au courant de l'affaire. Résultat : le prix des tulipes dégringole de 99%. Ce fut la première bulle spéculative financière de l'histoire. En 1642, après le krach, il n'est plus qu'au dixième de sa valeur et cent ans plus tard à son deux centième.



# Histoire de krachs

## ■ 1873-Actions

- Le **krach du 9 mai de la bourse de Vienne** en Autriche ouvre la période dite de la « grande stagnation » de l'économie mondiale entre 1873 et 1896. Une spéculation effrénée, effectuée avec des dépôts de garantie très faibles, se retourne quand l'Exposition universelle de 1873 se révèle en fait être décevante économiquement. La chute des cours se transmet en Allemagne et aux États-Unis.

## ■ 1923 - Hyper-inflation et Taux d'intérêt

- En Allemagne, l'hyper-inflation atteint son apogée en novembre 1923. Sa cause immédiate est l'exigence française de réparations de guerre. L'armée française occupe la Ruhr comme gage, paralysant la première région industrielle du pays. En quelques mois, les denrées s'achètent en milliards de marks et il faut une brouette pour transporter les billets. La crise monétaire s'aggrave d'une agitation intérieure. Américains et Britanniques, qui ont de gros intérêts en Allemagne, convainquent la France de réduire ses prétentions et d'évacuer la Ruhr.

## ■ 1929 Actions

- le 24 octobre du New York Stock Exchange, qui entraîne une crise bancaire et précipite les États-Unis dans la Grande dépression

## ■ 1971 Inconvertibilité du dollar USForex

- Suspension unilatérale le 15 août par les États-Unis de la convertibilité en or du dollar. Après une période de transition, cela mènera à l'adoption en février 1973 (accords de Washington) du système des changes flottants, encore en vigueur

# Histoire de krachs

- **1974 Banque Herstatt Banque, Forex, Risque systémique.**
  - Le 26 juin, dépôt de bilan effectif de la banque allemande Herstatt alors que la partie en dollars américains des opérations de change de la banque, à cause du décalage horaire, n'est pas dénouée. Première prise de conscience du risque systémique sur les marchés financiers modernes.
- **1979 Hausse des Fed Funds Marché monétaire américain.**
  - A partir du mois d'octobre, le nouveau gouverneur de la banque centrale américaine, Paul Volcker, fait monter les taux au jour-le-jour du marché monétaire américain, qui dépasseront plusieurs fois 20%, afin de mettre - avec succès et au prix d'une sévère récession - un terme à l'inflation élevée caractéristique des années 1970.
- **1980 Corner de l'argent-métal Métaux, énergie, produits agricoles.**
  - Une tentative spectaculaire mais infructueuse de *corner* du marché de l'argent métal par un pétrolier texan, Nelson Bunker Hunt, et son frère William Herbert Hunt, a été manifestement imaginée et planifiée pendant les années d'inflation, où les anciens métaux précieux pouvaient apparaître comme des valeurs-refuge. Elle se heurte à la hausse gigantesque des taux courts américains et s'achève par la faillite des frères Hunt et une démonétisation durable des métaux précieux.



# Histoire de krachs

## ■ 1982 Dette bancaire des PVD Banque, Taux d'intérêt, Risque systémique.

- A la suite du choc pétrolier de 1973, les pays en voie de développement s'étaient lourdement endettés, et ce d'autant plus facilement que les banques de dépôt cherchaient à utiliser les énormes dépôts de pétrodollars dont elles disposaient. Mais cet endettement servait principalement à couvrir des déficits budgétaires, pas à financer l'investissement, ce qu'a encore aggravé le deuxième choc pétrolier de 1978, alors que les banques étaient encore plus enclines à prêter. Une partie importante de la dette des PVD était à taux variable et à court terme. La hausse des taux courts américains décidée fin 1979 a donc considérablement alourdi la charge de la dette. Le pays où la situation de la balance des paiements s'est dégradée le plus rapidement a été le Mexique, qui a fait défaut brusquement en août 1982. Cela a eu un effet de raréfaction générale du crédit et provoqué une crise bancaire mondiale. La banque centrale américaine dut baisser ses taux en catastrophe, tandis que le FMI accordait des lignes de crédit d'urgence aux PVD. Le stock de dettes en suspens demeura un problème majeur du système financier mondial jusqu'à l'adoption du plan Brady (cf. obligation Brady) en 1989. Cet épisode, qui a mis en évidence « les imperfections de l'intermédiation bancaire dans l'offre de crédit » (Michel Aglietta), a fait beaucoup pour le développement des marchés financiers et la désintermédiation bancaire.

## ■ 1985 Bank of New York Banque, Risque systémique.

- Le 21 novembre, une panne informatique à la *Bank of New York* immobilisa près de 28 heures le système de règlement-livraison des emprunts d'État américains et ne fut dénouée que grâce à un concours sans précédent - 20 milliards de dollars - de la banque centrale américaine.

# Histoire de krachs

## ■ 1987 Krach d'octobre 1987 du marché obligataire puis des marchés d'actions Taux d'intérêt, Actions, Risque systémique.

- A partir de janvier 1987, à cause du déséquilibre causé sur le marché des changes par les accords du Louvre, qui ont enrayé de force la baisse du dollar, les taux d'intérêt à long terme américains remontent considérablement, tandis que les marchés d'actions continuent, eux, de progresser. À la fin de l'été, les taux à 10 ans ont ainsi remonté de 300 points de base, rendant illogique la valorisation des actions, qui amorcent un important mouvement de repli. Le 19 octobre, la hausse des taux à 10 ans sur l'année atteint même brièvement 400 points de base et provoque finalement le krach le plus spectaculaire jamais enregistré en une journée sur un marché d'actions. La banque centrale américaine décide d'intervenir massivement comme prêteur de dernier ressort pour éviter des faillites en chaîne de maisons de titres et banques d'investissement.

## ■ 1989 Junk bonds Banque, Taux d'intérêt.

- Entre le début de l'année et l'automne 1989, le rendement moyen des *junk bonds* passe de 450 points de base au dessus de celui des emprunts d'État américains à plus de 1,000 points de base (c'est-à-dire 10% de taux actuariel) au-dessus de celui desdits emprunts d'État. Mode de calcul : index Merrill Lynch des *junk bonds* moins le taux actuariel du *Constant maturity Treasury 7 ans*. Source : **(en)** Federal Reserve Bank de San Francisco.

# Histoire de krachs

## ■ 1989 Bulle japonaise Actions, Immobilier, Banques.

- Le point culminant est atteint le 29 décembre 1989 sur le marché japonais des actions, avec un plus haut en séance à 38,957.44 pour l'indice Nikkei.

## ■ 1990 Invasion du Koweït Pétrole, Taux d'intérêt 2 août 1992 Crise du Système monétaire européen (SME) à l'occasion du référendum français sur le Traité de Maastricht Forex, Taux d'intérêt.

- Peu avant la tenue du référendum français du 20 septembre 1992, qui entretient une incertitude importante sur l'avenir de l'union monétaire européenne, la lire italienne doit quitter le SME. Dans la foulée, George Soros et d'autres gestionnaires de hedge funds arrivent à forcer le 16 septembre (en:Black Wednesday) la sortie de la livre sterling du SME. Après les résultats du référendum, pourtant positifs, les mêmes, ayant pris goût à l'effet de levier que leur procuraient les marges de fluctuation étroites du SME, font une tentative spectaculaire mais infructueuse sur le franc français, faisant au passage monter le taux au jour-le-jour du marché monétaire français à plus de 20% pendant toute la crise.

## ■ 1993 Système monétaire européen Forex, Taux d'intérêt.

- En août, deuxième (*cf supra*) tentative sur le marché des changes de faire céder la parité Deutsche Mark / franc français, couronnée de succès. Les marges de fluctuation du Système monétaire européen (SME) sont élargies considérablement, de façon à décourager définitivement la répétition de ce phénomène.

# Histoire de krachs

## ■ 1994 Correction brutale du marché obligataire Taux d'intérêt Taux des T-Bonds à 10 ans, 1985 - 2005.

- Les marchés obligataires, qui avaient trop anticipé la poursuite de la baisse des taux courts, effectuent une correction brutale de plus de 200 points de base pendant presque toute l'année.

## ■ 1994 Crise économique mexicaine ("*crise Tequila*") Forex, Taux d'intérêt, Risque systémique.

- L'ancrage fixe du peso mexicain au dollar était, à terme, incompatible avec le niveau élevé de l'inflation au Mexique. Néanmoins, cet ancrage donnait l'illusion générale d'une garantie de change. Ajouté à la suppression d'obstacles structurels aux mouvements de capitaux, il provoque de 1990 à 1993 un afflux considérable de liquidités étrangères dans l'économie mexicaine : plus de 90 milliards de dollars, lesquels viennent dollariser l'économie mexicaine et, surtout, nourrir un boum des crédits bancaires au secteur privé, qui croissent de 25% par an pendant la période. Mais l'inflation érode petit-à-petit la compétitivité mexicaine et les comptes extérieurs du pays se détériorent, le déficit de la balance des paiements atteignant 8% du PIB. À partir du 20 décembre 1994, les sorties de capitaux s'accroissent et le peso dévalue. Bill Clinton, président des États-Unis, proche voisin économique du Mexique, intervient pour stopper cette crise, et les États-Unis avec des organisations internationales, prêtent 50 milliards de dollar US au Mexique une semaine après le début de la crise, dont 18 via le FMI. En 1995, la chute du PIB mexicain sera de 7%.

# Histoire de krachs

## ■ 1997 Crise économique asiatique Forex, Banque.

- Le mécanisme est très voisin de celui qui a conduit deux ans et demi plus tôt à la crise mexicaine de 1994 (*cf supra*). L'ancrage fixe au dollar US de plusieurs monnaies de la région, en particulier le bath thaïlandais, donnait là aussi l'illusion d'une garantie de change et le système bancaire local s'endette considérablement à court terme et en devises, sans se préoccuper du risque de change, notamment pour financer les deux gigantesques vagues de spéculation qui ont lieu dans toute la région : immobilière et boursière. Les banques locales se livrent donc à une double transformation : elles empruntent à court terme, en devises, pour prêter à long terme, en monnaie locale. Quant aux garanties des prêts, elles sont constituées par des immeubles surévalués ou par des actions également surévaluées... L'afflux de capitaux étrangers est, de son côté, facilité par la politique monétaire expansive que mène la banque centrale japonaise pour lutter contre la déflation. Mais les créanciers étrangers réduisent progressivement leur exposition au cours de l'année 1997 et le 2 juillet 1997, les autorités thaïlandaises doivent laisser flotter le bath. Le piège se referme alors sur les économies de la région : crise des taux de change et crise bancaire.

# Histoire de krachs

## ■ 1997-1998 Brésil Forex 1998.

- Défaut de la Russie sur les GKO, qui cause un *Flight to quality*, lequel cause la quasi-faillite du *Hedge fund Long Term Capital Management* Taux d'intérêt, Risque systémique. Cette longue crise très aigüe des marchés obligataires, provoquée par la démesure des dirigeants du *hedge fund Long Term Capital Management*, la spectaculaire crise des finances publiques russes et le *Flight to quality* qu'elle a causé, a peut-être été l'alerte la plus importante connue par le système financier mondial : jamais on n'est passé aussi près d'un éclatement définitif des relations entre les divers instruments financiers.

## ■ 2000 Bulle Internet Actions.

- Un économiste américain prédisait que grâce à la "nouvelle économie", il n'y aurait plus jamais de crise. L'éclatement de la bulle internet est arrivée peu après. Crise classique de surinvestissement (tout le monde se précipite sur un marché apparemment porteur) et négligence de certaines contraintes pratiques: pour acheter un article par internet, il suffit de quelques clics, mais pour le livrer dans la qualité et les délais prévus, il faut une logistique que la plupart des "net-vendeurs" n'avaient pas. L'éclatement, attendu depuis plusieurs mois, se produit finalement en mars 2000, sous la pression de la hausse des taux d'intérêt.

## ■ 2000 Turquie Banque, Taux d'intérêt, Forex.

- La crise éclate le 20 novembre 2000 et se produit dans le cadre d'un plan de stabilisation ambitieux adopté à la fin de 1999, visant à ramener l'inflation, qui était alors de 65% en moyenne annuelle, à 25% en 2000 et à moins de 10% en 2002.

# Histoire de krachs

## ■ 2001 Attentats du 11 septembre 2001 Risque systémique.

- Non seulement un certain nombre d'établissements financiers de première importance avaient des services divers dans les tours du World Trade Center et aux alentours, mais plusieurs nœuds de communication vitaux pour les systèmes de paiement et de compensation des marchés financiers furent touchés par l'attaque. La banque centrale américaine, la *Fed*, a réagi avec une grande promptitude et une vigueur impressionnante. Elle a injecté immédiatement sans limite toutes les liquidités demandées par les banques qui étaient victimes d'une asymétrie dans leurs règlements, c'est-à-dire qui avaient des règlements à effectuer mais n'avaient pas encore été créditées par leurs autres contreparties. L'injection fut si massive que le taux au jour-le-jour du marché interbancaire domestique américain, dit taux des Fed Funds, tomba à zéro pendant plusieurs jours. La Fed continua pendant plus d'une semaine à fournir à volonté les liquidités demandées par les banques, préférant ne pas jouer avec le risque systémique. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) accorda 130 milliards d'euros de liquidités supplémentaires aux banques européennes. Enfin, il y eut une baisse surprise concertée des taux directeurs de la *Fed*, de la BCE et de la Banque d'Angleterre.

## ■ 2001 Junk bonds Taux d'intérêt.

- A l'automne 2001, les spreads de crédit des *junk bonds* retrouvent un niveau proche de celui atteint pendant la crise de 1989 (*cf supra*). Les attentats du 11 septembre puis une légère contagion de la part de la crise économique argentine leur feront à nouveau dépasser 1.000 points de base.



# Histoire de krachs

## ■ 2001 Crise économique argentine Forex.

- Elle éclate en novembre 2001

## ■ 2002 Brésil Marché obligataire, Forex.

- A l'approche de l'élection présidentielle du 27 octobre, la probabilité grandissante de la victoire à celle-ci de L I da Silva, « Lula », crée des inquiétudes de plus en plus aigües chez les détenteurs de la dette publique brésilienne. L'Argentine vient de faire défaut sur sa dette et la peur grandit qu'une fois élu, « Lula » fasse adopter un moratoire des paiements d'intérêt. Tout au long de l'année l'écart de rendement entre les obligations émises en dollar US par le Brésil et les emprunts d'État américain progresse, pour culminer en octobre à 2300 points de base (c'est-à-dire 23% en écart de taux actuariel). Ce niveau attribuait implicitement au Brésil une probabilité de faire défaut proche de 100%. En même temps, le real s'était déprécié, perdant la moitié de sa valeur. Le plus frappant est que cette crise s'est poursuivie malgré la mise en place d'un concours colossal de 30 milliards de dollars par le FMI, dont 6 seulement avant l'élection et 24 débloqués après. Cette bulle s'est dégonflée rapidement une fois l'élection passée, quand il est devenu clair que le nouveau président ne se lancerait pas dans l'aventurisme financier.



# Histoire de krachs

- **2007 Crise des subprimes Marché immobilier, Actions Créances douteuses sur l'immobilier aux États-Unis.**
  - La crise a éclaté pendant l'été 2007 et a entraîné une baisse des marchés financiers. Les banques centrales (BCE et Fed principalement) ont injecté d'importantes liquidités.