

Des supports pédagogiques et des activités autour de la spéculation

I. Des ressources en ligne utilisables en classe

1) Sur le site [la finance pour tous](http://www.lafinancepourtous.com) :

- une explication très claire du phénomène de spéculation par l'économiste Dominique Plihon (vidéo de 4mn40) qui montre en quoi l'activité de spéculation peut être utile, mais aussi déstabilisante pour les marchés.

<http://www.lafinancepourtous.com/Outils/Mediatheque/Videotheque/Les-interviews-de-l-IEFP/Trois-questions-sur-la-speculation-financiere>

- un glossaire de la spéculation

<http://www.lafinancepourtous.com/Spip/Glossaire-de-la-speculation>

- les mots de la finance

<http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Mots-de-la-finance>

2) Sur le site [facileco](http://www.economie.gouv.fr/facileco) du Ministère de l'économie et des finances :

- une présentation de la notion de spéculation

<http://www.economie.gouv.fr/facileco/speculation>

- une vidéo de la série pédagogique "Dr CAC" abordant la spéculation sur les monnaies : "Pourquoi les monnaies bougent ?" (4 mn)

Cette vidéo montre le poids de la spéculation dans les transactions sur le marché des changes et son rôle dans les fluctuations des taux de change. Elle souligne aussi le rôle des Banques centrales (taux d'intérêt) et du commerce extérieur dans l'appréciation ou la dépréciation d'une monnaie.

<http://www.economie.gouv.fr/facileco/dr-cac-serie-pedagogique-sur-leconomie>

(A signaler : une autre vidéo du Dr CAC "A quoi sert la Bourse ?")

3) De courts reportages sur le thème de la spéculation en lien avec l'actualité sur le site d'Arte :

- "La spéculation en Europe" (janv. 2012)

http://videos.arte.tv/fr/videos/retour_sur_les_faits_la_speculation_en_europe--6362368.html

Un court reportage sur la place de la spéculation en Europe et son impact sur les économies.

- "Francfort-bourse : spéculation sur la dette française" (avril 2012)

http://videos.arte.tv/fr/videos/francfort_bourse_speculation_sur_la_dette_francaise--6602716.html

Un reportage sur un nouveau produit financier proposé sur les marchés dérivés allemands pour se protéger contre des variations de taux d'intérêt des titres de dette publique française, un contrat susceptible de devenir un instrument de spéculation sur la dette française.

- "Allemagne : les spéculations sur le blé des céréaliers" (sept. 2012)

<http://videos.arte.tv/fr/videos/allemande-les-speculations-sur-le-ble-des-cerealiers--6903636.html>

Ce reportage explique comment les céréaliers utilisent les marchés à terme pour se protéger contre les fluctuations des prix, en vendant leurs céréales par le biais de contrats à terme.

4) Des animations pédagogiques sur la spéculation sur les matières premières agricoles proposées par des ONG dans le cadre de leurs campagnes contre la spéculation financière sur l'agriculture.

Elles expliquent le fonctionnement des marchés à terme de produits agricoles et distinguent la spéculation utile de la spéculation néfaste sur ces marchés.

<http://www.sosfaim.be/~campagne2012/index.php?page=speculation-mpa>

La campagne 2012 de SOS Faim contre la spéculation financière sur les matières premières agricoles "On ne joue pas avec la nourriture" : <http://www.sosfaim.be/~campagne2012/>

5) Sur le site du Monde :

Un article récent (13 sept. 2012) qui rend compte du débat sur le rôle de la spéculation dans la montée des prix des aliments et dans la volatilité des cours des céréales : "La spéculation coupable de la flambée des prix des aliments ?", par Angela Bolis.

http://www.lemonde.fr/economie/article/2012/09/13/les-speculateurs-financiers-coupables-de-la-flambée-des-prix-des-aliments_1757951_3234.html

(Autre document plutôt à usage de l'enseignant : "Le rôle des facteurs financiers dans la hausse des prix des matières agricoles", *Trésor Eco*, n°41, juillet 2008 <http://www.tresor.economie.gouv.fr/file/326884>).

6) Un outil pédagogique : Dessine-moi l'éco

Une série de vidéos qui aident à comprendre les concepts et l'actualité économiques grâce au dessin. Une séquence sur la bourse et le financement des entreprises.

<http://dessinemoileco.com/>

II. Qu'est-ce que la spéculation ?

« La spéculation peut se définir comme l'achat (ou la vente) de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien » (Nicholas Kaldor, "Spéculation et stabilité économique", 1939).

L'activité de spéculation sur les marchés financiers consiste à vendre ou à acheter des actifs dans le seul but de réaliser une plus-value à court terme. Elle se distingue d'une opération de placement ou d'investissement dans laquelle les fonds sont engagés à plus long terme. Elle repose sur l'anticipation : le spéculateur cherche à tirer profit des variations des prix des actifs en faisant des prévisions sur l'évolution de différentes valeurs. Spéculer à la hausse à la Bourse, c'est, par exemple, acheter une action lorsque son prix est bas en espérant la revendre à un prix plus élevé dans le futur de manière à empocher la différence. L'activité de spéculation est potentiellement lucrative mais risquée car elle se fonde sur des paris sur le futur : le spéculateur parie que tel titre va voir son cours augmenter prochainement, que telle monnaie va se déprécier... Ainsi, celui qui spéculer sur les monnaies prend volontairement un risque de change en échangeant des devises dans l'espoir de réaliser un gain ; ses opérations de change n'ont alors aucun lien avec une quelconque transaction commerciale. Les gains peuvent être importants si les paris sont gagnants, ils récompensent alors la prise de risque du spéculateur, mais les pertes peuvent l'être tout autant si celui-ci s'est trompé dans ses prévisions.

On peut spéculer sur des actifs très divers : des actions, des devises sur le marché des changes, des métaux précieux comme l'or, des matières premières (pétrole, café, sucre, céréales, etc.), des biens immobiliers, ou encore des objets d'art... bref tout ce qui est négociable sur un marché et susceptible de prendre de la valeur rapidement. Ces pratiques existent depuis très longtemps : au XVII^e siècle, avec l'essor des premières bourses en Hollande, on spéculait sur le hareng qui « était vendu avant même qu'il n'ait été pêché »⁽¹⁾, ou encore sur les bulbes de tulipe qui soulevèrent une véritable fièvre spéculative !

(1) Joseph de La Vega, *Confusión de Confusiones*, 1688.

Les trois grandes catégories d'opérations sur les marchés financiers

	Couverture	Arbitrage	Spéculation
But	Se protéger contre les risques liés aux variations des prix d'actifs (cours boursiers, cours de change, prix des matières premières...) ou contre le risque de défaillance d'un emprunteur (grande entreprise, Etat) dont on détient des titres de créances.	Echanger des titres ou des devises sur différents marchés ou places financières pour tirer profit d'écart temporels de prix pour un même actif entre ces différents marchés ou d'écart de taux d'intérêt sur les monnaies. Les opérations d'arbitrage permettent de faire disparaître les différences de cours entre les différentes places et de rendre les marchés "parfaits".	Prise de risque délibérée lors de l'achat ou de la vente d'un actif ou d'un contrat à terme, en vue d'une espérance d'un gain futur. La spéculation assure la contrepartie des opérations de couverture.
Caractéristiques	Opération non risquée Pertes potentielles en cas de non réalisation du risque contre lequel on s'est couvert	Opération peu risquée Gains certains mais limités	Opération risquée Gains incertains mais potentiellement élevés
Marchés concernés	Marchés à terme Marchés des produits dérivés	Tous les marchés (mais une majorité sur le marché des changes)	Tous les marchés
Exemples	<ul style="list-style-type: none"> • Une entreprise importatrice cherche à se prémunir contre la hausse de la devise (le dollar) dans laquelle elle doit régler sa facture prochainement. Elle achète sur le marché à terme des dollars à un cours donné qui lui seront livrés dans 3 mois. Elle est ainsi couverte contre le risque de change pour son approvisionnement. • Une compagnie aérienne souhaite s'assurer contre la hausse du prix du pétrole. Elle achète sur le marché des options un contrat lui garantissant un prix d'achat fixe à une échéance donnée. Si le prix du pétrole a baissé elle ne lève pas son option d'achat (droit d'acheter l'actif sous-jacent aux prix fixés) et perd la prime versée au vendeur. • Un investisseur détenant des titres de dette souveraine veut s'assurer contre le risque de défaut de remboursement de l'Etat l'emprunteur et contre la perte de valeur de ses titres. Il acquiert des CDS (<i>Credit Default Swap</i>) moyennant le paiement d'une prime périodique. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un cambiste (opérateur sur le marché des changes) constate qu'il revient moins cher d'acheter de la livre sterling contre des euros en passant par le dollar (cours croisé). Il exploite cette opportunité en achetant des dollars avec ses euros et en les revendant ensuite contre de la livre sterling. Il économise la différence entre le cours direct (euro contre livre sterling) et le cours croisé⁽¹⁾. • Un cambiste constate que l'euro est mieux rémunéré que le dollar. Il achète des euros au comptant, les place pour profiter du taux d'intérêt supérieur, puis les revend à terme contre des dollars, tout en étant couvert contre le risque de change (le taux de change à terme est fixé à l'avance). 	<ul style="list-style-type: none"> • Un opérateur mise sur la baisse de l'euro vis-à-vis du dollar. Il emprunte des euros et les échange contre des dollars. Une fois la baisse de l'euro avérée, il revendra ses dollars contre des euros et pourra rembourser son emprunt en réalisant un profit. • Un opérateur vend à terme du pétrole à 100 euros le baril (sans le détenir), en misant sur une baisse du prix du pétrole entre temps. Si la baisse du pétrole est avérée (rachat à 98 dollars avant l'échéance), il gagne 2 dollars par baril vendu.

(1) Si tous les opérateurs repèrent cet écart et l'arbitrent, les achats de dollars feront baisser le cours de l'euro contre dollar et les achats de livres feront baisser le cours du dollar contre livre sterling. Les arbitrages vont ainsi faire disparaître l'écart initial et rétablir l'égalité entre cours direct et cours croisé.

Les marchés des produits dérivés : des marchés hautement spéculatifs

Les produits dérivés sont devenus l'une des armes les plus efficaces de la spéculation. Une part importante des opérations sur produits dérivés est de nature spéculative. Le caractère paradoxal et ambivalent des produits dérivés est que ceux-ci se sont développés à partir des années 1970, au début de la crise du système monétaire international, pour offrir aux opérateurs un instrument de protection contre l'instabilité financière. Ils constituent, en effet, pour les opérateurs une technique de couverture contre les risques de taux d'intérêt et de taux de change, c'est-à-dire contre la variation future adverse de prix d'actifs dits «sous-jacents» tels que les actions ou les devises.

Dominique Plihon, article "Spéculation", *Encyclopédie Universalis*

Les marchés dérivés sont des marchés de couverture au sein desquels certains agents économiques (comme les entreprises à l'export, les banques d'affaires ou d'investissement internationales) souhaitent souscrire une forme de contrat d'assurance en vue de se protéger contre les fluctuations de taux de change, de cours des titres ou de prix des matières premières. Face à eux coexistent des intermédiaires financiers – ou des chambres de compensation (*clearing house* en anglais) – qui jouent souvent le rôle de contrepartie assurant ainsi la liquidité nécessaire à ces marchés. Le principe est simple : il s'agit de pouvoir réaliser une plus-value *via* l'achat et/ou la vente de contrats qui sont dérivés d'actifs réels existants, appelés sous-jacents, en vue de compenser une perte potentielle sur un autre marché (celui des actions par exemple).

Sur les marchés dérivés, la mise de départ à investir est relativement faible comparativement aux montants en jeu. Au départ, seul un montant d'investissement minimum est à verser à la chambre de compensation. Lorsqu'on compare ce montant avec les perspectives de profit à réaliser, on met en avant un effet de levier. C'est justement la présence de cet effet qui rend ces marchés dérivés très attractifs et fortement spéculatifs.

La capacité de ces marchés à générer un gain, tel un casino, repose comme pour tout marché boursier standard sur la fluctuation de la valeur du contrat. Un bon gestionnaire pourra ainsi engranger un fort profit alors même que la mise de départ était relativement insignifiante.

Nicolas Barbaroux, Gilles Jacoud, "Un panorama des différents marchés de capitaux", *Cahiers Français*, n°361, 2011

Un exercice simple pour comprendre la spéculation avec effet de levier

L'effet de levier ou comment miser peu pour gagner beaucoup...

Un investisseur dispose de 5 000 euros et souhaite spéculer à la hausse sur l'action Woldcompagny qui cote en ce moment 50 euros. Avec 5 000 euros, il peut acheter immédiatement 100 actions de l'entreprise à la bourse et attendre que le cours augmente pour les revendre. Mais il peut aussi acquérir des "options d'achat" de cette action (ou *calls*) sur le marché à terme, qui permettent d'acheter dans trois mois une action Woldcompagny au prix de 50 euros. Ce droit se paie 4 euros comptant pour une action. Avec ses 5 000 euros, l'investisseur peut donc aussi acheter aujourd'hui 1 200 options d'achat.

Questions :

1) Faisons l'hypothèse que le cours de l'action Woldcompagny augmente de 20 % au bout de 3 mois. Quel est le montant du gain de l'investisseur :

- s'il a acheté des actions ?
- s'il a acheté des options ?

2) Faisons maintenant l'hypothèse que l'action perde 1 euro au bout de 3 mois. Quelle est le montant de la perte de l'investisseur :

- s'il a acheté des actions ?
- s'il a acheté des options ?

3) L'investisseur a-t-il intérêt à acheter les actions ou des options ?

4) Quel intérêt peut présenter le marché des options pour un agent économique qui ne souhaite pas spéculer ?

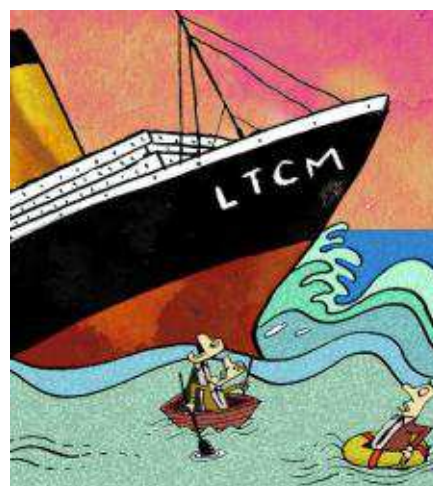
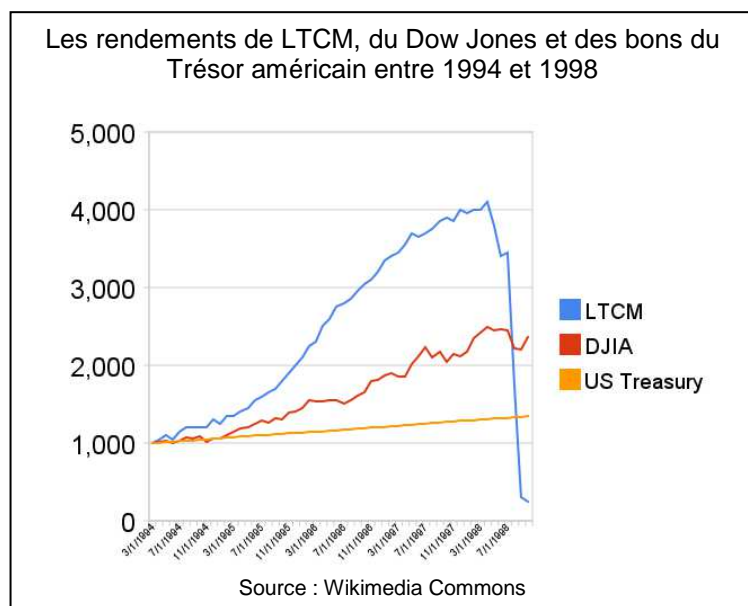
NB : Cet exercice s'inspire d'un exemple développé dans *La finance est un jeu dangereux !*, de G. Capelle-Blancard et J. Couppey-Soubeyran, Librio, 2010.

Une illustration : le fonds spéculatif LTCM ou les risques de l'effet de levier...

Le *hedge fund* LTCM (Long Term Capital Management) a été créé en 1994 par John Meriwether, un ancien courtier de la banque Salomon Brothers. Avant sa chute, LTCM s'était construit une solide réputation en s'associant avec de brillants économistes et financiers, parmi lesquels figuraient les deux prix Nobel d'économie 1997 M. Scholes et R. Merton. Spécialisé dans les opérations d'arbitrage de taux d'intérêt sur le marché obligataire international, il s'est engagé dans des opérations de plus en plus spéculatives, en utilisant massivement l'effet de levier dans sa gestion de fonds. Il empruntait auprès des grandes banques pour acheter les titres dont il prévoyait la hausse (en particulier les titres de dette publique des pays émergents), et vendait à découvert* les titres dont il prévoyait la baisse. Ses rendements annuels de 40 % ont attiré de très nombreux investisseurs : des grandes fortunes, beaucoup d'institutions financières et même des banques centrales (Chine, Italie) ! Mais, en raison d'une erreur d'anticipation sur l'évolution des taux obligataires, le fonds d'investissement se trouve dans l'incapacité

d'honorer ses dettes après la crise financière russe en 1998. Les positions qu'il avait prises sur les marchés étaient 25 à 30 fois supérieures aux capitaux propres investis (levier > 25), donc très risquées. Au bord de la faillite avec 5 milliards de pertes virtuelles, LTCM a été sauvé grâce à une recapitalisation par la Réserve fédérale de New York, les grandes banques américaines et quelques institutions financières européennes, ceci pour éviter la faillite de ses créanciers qui aurait pu entraîner une grave crise financière.

* vente à terme de titres non détenus.



Un jeu autour de la spéculation...

L'objectif de ce jeu est de mieux comprendre en quoi consiste la spéculation, de connaître les différents types de marchés de capitaux et d'apprendre à lire des tableaux de cotation.

Les élèves devront se constituer un portefeuille d'actifs fictif diversifié. Celui-ci devra comporter trois types d'actifs différents : des actions, des devises, des matières premières (or, café, pétrole, blé...). Le travail peut être réalisé en groupe.

Au départ, chaque groupe dispose d'une somme virtuelle de 5 000 euros qu'il doit investir dans des actions, des devises et des matières premières. Les élèves se rendent sur un site web⁽¹⁾ diffusant les cotations des différents compartiments des marchés de capitaux. Ils sélectionnent les actions, monnaies et matières premières qui vont composer leur portefeuille fictif, ainsi que les quantités achetées, en justifiant leurs choix et leurs anticipations (situation de l'entreprise, tendance passée, informations données sur les sites de placement, etc.). Ils veillent à convertir leurs euros (EUR) en dollars (USD) pour les acquisitions de matières premières.

Après une période (une semaine par exemple), les élèves retournent sur le site pour évaluer l'évolution de leur portefeuille : les actifs choisis se sont-ils appréciés ou pas ? Ils calculent la nouvelle valeur de leur portefeuille en euros et réalisent de nouveaux arbitrages en fonction des évolutions constatées, en justifiant toujours leur choix. L'exercice peut être répété plusieurs fois, à intervalles réguliers. Le groupe gagnant est celui qui a réalisé la plus grosse plus-value avec son portefeuille à la fin du jeu.

(1) Par exemple: <http://www.forexpros.fr/>, <http://www.boursorama.com/>, <http://bourse.lesechos.fr/>

Le site forexpros permet de repérer facilement l'unité de mesure utilisée pour les matières premières cotées et la devise pour toutes les cotations.

III. La spéculation a-t-elle une utilité économique ?

La spéculation est présente dès lors que les cours fluctuent à court terme. En quoi l'activité de spéculation participe-t-elle au fonctionnement des marchés financiers ? Comment peut-elle créer de l'instabilité financière ?

1) La spéculation assure la liquidité des marchés de capitaux

Sans l'existence de spéculateurs, les acteurs qui souhaitent se couvrir contre l'évolution défavorable du prix d'un actif lors de leurs opérations commerciales ou financières ne pourraient se protéger. Les spéculateurs apportent la liquidité nécessaire aux opérations de couverture en acceptant d'assumer les risques dont les autres opérateurs cherchent à se débarrasser. Plus généralement, les spéculateurs permettent à tout acteur économique qui souhaite acheter ou vendre des actifs financiers de trouver immédiatement un vendeur ou un acheteur, c'est-à-dire

une contrepartie à l'opération qu'il désire réaliser. Ils assurent donc la liquidité des marchés. Initialement, le rôle des produits dérivés était de contribuer à une gestion efficace des risques. Mais ils sont devenus de dangereux instruments de spéculation, comme l'a montré la crise des *subprimes*.

Indépendamment de tout jugement moral, la spéculation est nécessaire au bon fonctionnement des marchés à terme car elle en assure la "liquidité". En effet, les ordres d'achats et de ventes à terme émanant des opérateurs qui cherchent à se couvrir ont peu de chances de s'ajuster spontanément. Les marchés à terme sont structurellement déséquilibrés, et les spéculateurs contribuent à l'ajustement nécessaire en se portant contreparties du solde des positions. Leur rôle paraît même indispensable puisqu'ils acceptent, en espérant un gain, de prendre un risque que les autres participants ne souhaitent pas courir.

Dominique Plihon, article "Spéculation", *Encyclopédie Universalis*

2) L'activité de spéculation a-t-elle un effet stabilisateur ou déstabilisateur sur les marchés ?

L'effet des comportements spéculatifs sur la stabilité des marchés dépend du poids des spéculateurs sur le marché et de l'état de confiance du marché qui influence la formation des anticipations des opérateurs de marché. En temps normal, la spéculation agit comme une "force de rappel" qui limite la volatilité des cours et permet la convergence des prix vers leur valeur "fondamentale" (hypothèse de l'efficacité des marchés). Mais son effet est souvent déstabilisateur. D'une part la spéculation favorise les mouvements de "yo-yo" sur les marchés de capitaux (mouvement en sens inverse à chaque "dénouement" d'opération spéculative, i.e. lorsque les spéculateurs soldent leurs opérations pour prendre leurs bénéfices). D'autre part elle contribue à une hausse (ou une baisse) continue et autoentretenu des cours, donc à une amplification des déséquilibres, lorsque les spéculateurs sont nombreux et ont des comportements mimétiques (période d'euphorie financière ou d'incertitude).

On a beaucoup débattu pour savoir si la spéculation joue dans le sens de l'équilibre ou du déséquilibre des marchés. Tout dépend, en fait, de la période dans laquelle on se situe. En période calme, la spéculation tend à être équilibrante, les mouvements sur les cours de change ou de Bourse étant temporaires. Par exemple, si le prix d'une action baisse, et si cette dépréciation est jugée temporaire, les spéculateurs l'achètent, anticipant son redressement ultérieur. Cette opération d'achat fait remonter le cours de l'action. Il est clair que ces comportements spéculatifs, destinés à réaliser des gains (ou à éviter des pertes) en capital, ont un effet stabilisateur.

À l'inverse, en période de crise sur les marchés, les anticipations changent de nature : les mouvements de parités des monnaies ou de prix d'actifs financiers sont considérés comme durables. En ce cas, les spéculateurs jouent la poursuite de la hausse des monnaies fortes (ou des actions orientées à la hausse) qu'ils cherchent à acheter, et la poursuite de la baisse de celles qu'ils cherchent à vendre. Les opérations spéculatives sont alors déstabilisantes car elles tendent à amplifier les mouvements des taux de change et des prix d'actifs. Pendant ces périodes de tensions, des sommes considérables sont échangées sur les marchés (des changes ou de la bourse), et les cours des devises (ou des actions) peuvent bouger de plusieurs points de pourcentage en une seule journée.

Dominique Plihon, article "Spéculation", *Encyclopédie Universalis*

Aux yeux des néophytes, la spéculation est condamnable et déstabilisante. Il est pourtant naïf de rejeter en bloc la spéculation. Toute activité économique est en soi une activité spéculative puisqu'il s'agit toujours d'un pari sur l'avenir. Même ne rien faire revient à spéculer car c'est parier que tout ira bien en ne faisant rien. La spéculation participe au fonctionnement des marchés de capitaux mais il convient d'en distinguer les effets selon l'ampleur de la volatilité des cours constatés. Lorsque la volatilité est perçue comme faible, c'est-à-dire que les opérateurs s'attendent à des mouvements de cours temporaires, dans ce cas ils parieront sur la hausse d'un cours qui a baissé et sur la baisse d'un cours qui a monté. Dans une telle configuration, les spéculateurs achètent les titres ou les monnaies faibles dont ils anticipent qu'ils vont remonter (ce qui les fait effectivement augmenter) et vendent les titres ou monnaies fortes dont ils anticipent qu'ils vont baisser (ce qui les fait effectivement redescendre) : la spéculation tend alors à stabiliser les cours. En revanche, c'est tout l'inverse quand les mouvements de cours sont perçus comme durables par les opérateurs. Si la tendance est à la hausse, les spéculateurs achètent en pariant sur la poursuite de la hausse : c'est ainsi que les bulles (hausse continue et auto-entretenu des cours) se forment. Si la tendance est à la baisse suite à l'éclatement d'une bulle, les spéculateurs parient sur la poursuite de la baisse et, en jouant la baisse, l'amplifient puisqu'ils vendent massivement. Lorsque la volatilité est forte ou perçue comme telle, la spéculation ne fait que l'accentuer. Les Banques centrales ont toutefois un rôle à jouer dans la prévention des bulles spéculatives. En période de forte hausse des cours, une augmentation des taux d'intérêt décidée par les Banques centrales réduit les possibilités d'emprunt à des fins spéculatives. À l'inverse, en période de forte baisse, une baisse des taux directeurs des Banques centrales facilite la reconstitution des liquidités et soutient l'activité des marchés.

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Monnaie, banques, finance*, Puf, coll. Licence Economie, 2^e ed. 2012

Autre document utilisable en classe : "La spéculation sert-elle à quelque chose ?", par G. Duval, *Alternatives économiques*, HS n°87, "Les marchés financiers", décembre 2010.

Suggestion d'activité :

1) En s'appuyant sur la [vidéo de Dominique Plihon](#) sur le site "La finance pour tous", complétée par les textes ci-dessus, demander aux élèves d'expliquer comment l'activité de spéculation participe au fonctionnement des marchés de capitaux.

2) Leur demander ensuite de construire deux schémas d'implication expliquant l'effet stabilisateur d'une part, déstabilisateur d'autre part, des comportements de spéculation sur les marchés, dans l'hypothèse d'une baisse de l'euro.

Effet stabilisateur des comportements de spéculation :

Baisse de l'euro → les spéculateurs jugent que cette baisse est temporaire et anticipent la hausse future de l'euro → achat d'euros par les spéculateurs qui comptent les revendre plus cher dans le futur → hausse de la demande d'euros → appréciation de l'euro → retour au cours d'équilibre du marché

Lorsque l'incertitude est faible et que les agents économiques sont confiants, les comportements de spéculation agissent comme une "force de rappel" qui limite la volatilité des marchés.

Effet déstabilisateur des comportements de spéculation :

Baisse de l'euro → les spéculateurs estiment que cette baisse est durable et anticipent la poursuite du mouvement de dépréciation de l'euro → vente d'euros par les spéculateurs pour éviter les pertes → dépréciation de l'euro → amplification de la baisse de l'euro

En période d'incertitude, mais également en période d'"euphorie" (excès de confiance des opérateurs), les comportements de spéculation sont plutôt moutonniers et tendent à amplifier les déséquilibres sur les marchés de capitaux. Formation de bulles spéculatives ou spirale déflationniste après l'éclatement d'une bulle.

3) Le mimétisme des comportements des spéculateurs sur les marchés financiers est source d'instabilité financière

« Par le terme spéculation [je désigne] l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché, et par le terme entreprise celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière », J.M. Keynes.



Herald Tribune, 27 octobre 1989

« L'opérateur que je suis a beau croire à une appréciation de l'euro, il ne fait pas le poids lorsqu'il constate qu'un peu partout les positions des autres intervenants sur le marché des changes sont à la vente de l'euro. Du même coup, même si j'estime que l'euro mérite d'être plus cher par rapport au dollar, j'hésite toujours à acheter la devise européenne. En effet, si je suis le seul acheteur d'euros face à cinquante intervenants vendeurs, je suis sûr d'y laisser des plumes ... Je ne fais pas forcément ce que je crois intimement, mais plutôt ce que je crois que fera globalement le marché qui *in fine* l'emportera. Le travail de l'opérateur est de tenter d'évaluer au plus juste le sentiment du marché des devises » (*Libération*, 8 septembre 2000, p. 24.)

Témoignage d'un cambiste, cité dans : André Orléan, "Les croyances et représentations collectives en économie" (2007).

Texte en ligne sur la page de l'auteur : <http://www.parisschoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/croyances0706.pdf>

- On trouvera d'autres illustrations de comportements mimétiques sous la pression du marché (marché des crédits hypothécaires et bulle internet) dans cette conférence d'André Orléan "Euphorie, bulles et krachs : les raisons de l'instabilité" (Lyon, 2/04/2012) : <http://ses.ens-lyon.fr/euphorie-bulles-et-krachs-les-raisons-de-l-instabilite-157855.kjsp> (vidéo 2, 18'40 - 22'35)
- Dans la conférence-débat intitulée "[Une crise... de la théorie économique](#)" des Journées de l'économie 2012 (9/11/12), Alan Kirman s'est appuyé sur la caricature d'Herald Tribune (ci-dessus) pour illustrer le mimétisme des comportements, et sur la situation fréquente où, lorsqu'une personne se met à regarder le ciel dans la rue, les autres tendent à l'imiter en pensant que la première détient une information qu'ils n'ont pas.

"Il vaut mieux avoir tort avec le marché que raison contre lui"

Tous les financiers vous le diront. Imaginez que vous déteniez des actions d'une société qui a le vent en poupe. Vos actions ne cessent de s'apprécier et vous finissez par trouver cela excessif. Bref, vous êtes convaincus que le titre est surévalué. Avez-vous intérêt à vendre vos actions quand tout le monde au contraire en achète ? La réponse est non, à moins que perdre de l'argent vous soit indifférent et qu'il vous importe uniquement d'avoir raison. Même si le titre est fondamentalement surévalué, si tous les investisseurs continuent de l'acheter, alors il vous faut au moins le conserver, sinon en acheter davantage, car étant donné le mouvement collectif d'achat, le cours du titre continuera de monter.

Dans *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), l'économiste John Maynard Keynes avait utilisé une métaphore instructive, celle des concours de beauté, pour décrire l'idée que ce qui compte sur le marché boursier n'est finalement pas de déterminer la valeur fondamentale des titres, mais d'anticiper correctement les anticipations des autres investisseurs (le consensus) : « [...] la technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. »

Sur les marchés, il peut donc être rationnel d'être un mouton. Et de d'autant plus que vous considérez le marché mieux informé que vous ne l'êtes. Pour autant, ce qui est rationnel individuellement peut tout à fait se révéler très nocif collectivement. Car c'est ainsi que se forment les bulles : en achetant un titre surévalué parce que tous les autres le font, on entretient la tendance haussière et on accentue la surévaluation. La hausse se nourrit elle-même jusqu'à ce qu'une mauvaise nouvelle, une dégradation conjoncturelle... provoque un retournement des anticipations et amorce la chute.

G. Capelle-Blancard et J. Couppey-Soubeyran, *La finance et un jeu dangereux !*, Libro, 2010.

La bulle internet

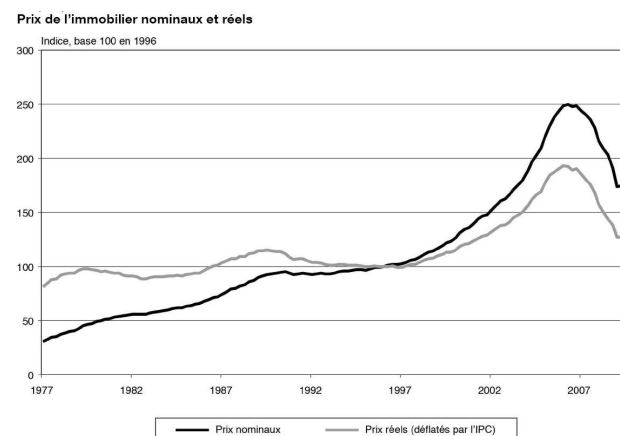
Evolution de l'indice NASDAQ et de l'indice S&P 500*



*Indice Standard and Poor's de 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines.

La bulle immobilière

Evolution du prix de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis



Source : "Comprendre la formation de la bulle immobilière américaine et son éclatement", *Economie et Statistique* n°438-440, 2010.

Suggestion d'activité :

- 1) A partir du dessin d'Herald Tribune et de la citation du cambiste extraite du texte d'André Orléan, demander aux élèves de décrire le comportement des spéculateurs, puis de s'interroger sur la rationalité de leurs comportements.
- 2) Approfondissement (à partir du texte d'André Orléan ou de celui de G. Capelle-Blancard et J. Couppey-Soubeyran) : Se demander sur quelles anticipations se fondent les décisions des opérateurs sur les marchés financiers ; expliquer ensuite comment ces comportements mimétiques créent des bulles spéculatives en caractérisant la fonction de demande sur les marchés financiers.

Exercice sur la spéculation avec effet de levier : réponses et commentaires

• Dans le premier cas (bonne anticipation du spéculateur), l'action cote à 60 euros au bout de 3 mois. Le gain est de 1 000 euro $([60 - 50] \times 100)$ si l'investisseur a acheté des actions, et de 7 500 euros $([60 - 50 - 4] \times 1250)$ s'il a acheté des options. Grâce à l'effet de levier, la rentabilité de la mise de fonds initiale est 7,5 fois plus élevée sur le marché des produits dérivés (comme elle peut l'être aussi par le recours à l'emprunt). Le rendement est 150 % au lieu de 20 %.

• Le deuxième cas (mauvaise anticipation du spéculateur) illustre l'effet de boomerang ou l'effet de massue : la perte est amplifiée par le levier. L'action cote à 49 euros. La perte est seulement de 100 euros $(5000 - 4900)$ si l'investisseur a acheté des actions. Mais elle s'élève à 5 000 euros $([49 - 50 - 4] \times 1250)$ s'il a acheté des options, soit la totalité du montant investi.

• L'investisseur a-t-il intérêt à acheter des actions ou des options ? Tout dépend de son profil de risque. Spéculer sur les marchés dérivés (marchés des options ou marchés des contrats à terme) est potentiellement plus rentable avec le jeu de l'effet de levier (d'où leur attrait pour les spéculateurs), mais aussi plus risqué... Le rendement peut facilement être de 100 % ou plus mais, si le marché évolue en sens contraire de ce qui était prévu, c'est la perte qui peut être de 100 %.

• Les options sont à l'origine des instruments de couverture sur des marchés très volatils. Elles permettent à des entreprises de se protéger contre les fluctuations des monnaies ou des prix de certaines marchandises (matières premières), et donc de garantir les prix de leurs futures transactions. Elles permettent aussi à des détenteurs de titres (actions, obligations) de se couvrir, moyennant une prime, contre la baisse du cours de leurs actifs financiers. La présence de spéculateurs est nécessaire sur les marchés dérivés car pour qu'un opérateur puisse se couvrir contre la hausse d'un cours, il faut qu'en face un spéculateur parie sur la baisse de ce cours. Cependant une grosse partie des options, futures ou des contrats à terme est aujourd'hui purement spéculative, les acheteurs ou les vendeurs d'options n'ayant pas besoin de détenir l'actif sous-jacent concerné par le contrat. La présence de l'effet de levier sur les marchés dérivés rend ces marchés très attractifs et très spéculatifs.