

Favoriser l'économie réelle en limitant la spéculation

Olivier Flohimont – Economiste

(Secrétaire de l'Administration - Centrale Générale, FGTB Liège-Huy-Waremme)

Selon le vocabulaire économique, la spéculation consiste à prendre, aujourd'hui, des décisions économiques sur base d'un état économique futur et hypothétique. C'est un pari sur l'évolution future du prix de biens économiques. Comme tout pari, il comporte un risque. Certains disent que la spéculation est nécessaire pour que les marchés remplissent correctement leur fonction de couverture. D'autres avancent que la spéculation se résume souvent à des manipulations de marché ou à des délits d'initié et que d'une manière générale, elle accroît les inégalités au sein de la société à travers une multitude de mécanismes.



La spéculation consiste à prendre des décisions économiques sur base d'un état économique futur et hypothétique.

A priori, à quoi ça sert ?

L'existence de spéculateurs acceptant de prendre des risques permet à d'autres agents de couvrir leurs propres risques en transférant ces derniers aux spéculateurs (opération de couverture de risque).

Concrètement, si une entreprise belge exporte des marchandises aux Etats-Unis, elle court plusieurs risques entre le moment où le contrat est signé et le moment de la livraison effective des marchandises : fluctuation du taux de change, volatilité du prix des matières premières, fluctuation des taux d'intérêt sur ses investissements et sa trésorerie... sans oublier le risque de défaut de paiement du client.

La prudence et le bon sens voudraient que cette entreprise prenne les devants et s'assure contre la réalisation de ces risques. En effet, une hausse subite des cours de matières dont elle a besoin peut lui faire encourir des pertes. Pour ce faire, l'entreprise peut recourir aux services payants d'une compagnie d'assurance, ou bien passer des contrats à terme d'achat (matières premières), de vente (produits finis) ou d'échange (taux d'intérêt). Dans ce dernier cas, l'entreprise s'assure que les prix de ces éléments resteront stables et donc conformes aux conditions stipulées dans le contrat signé initialement avec le client. Pour que ceci soit possible, il faut qu'en contrepartie des individus assument ces risques à la place de l'entreprise. Or, peu acceptent de le faire gratuitement. Ils vont dès lors soit exiger le paiement d'une prime - comme dans le cadre d'un contrat d'assurance classique -, soit se rémunérer en pariant sur les contrats, c'est-à-dire en spéculant.

Les raisons de la spéculation

Selon les défenseurs de la spéculation, celle-ci permet de gérer les risques qui ne suivent pas la loi des grands nombres qui, eux, peuvent être couverts par une assurance via un calcul de probabilité. Si cela est probablement vrai sur les marchés financiers, on peut cependant penser que la quasi-totalité des risques commerciaux liés à l'économie réelle pourraient raisonnablement être garantis par une assurance classique, c'est-à-dire par la mutualisation des risques plutôt que par la somme de comportements individuels. Toutefois, la spéculation sur des contrats à terme a ceci de génial dans le sens qu'elle réduit le coût de l'assurance pour l'assuré : il ne s'agit plus tant de couvrir un risque, mais bien de le couvrir à moindre coût.

Comme nous l'avons mentionné ci-avant, en concluant des contrats à terme, l'entreprise transfère ses risques à d'autres individus contre rémunération. Si ces derniers se rémunèrent via une prime, il n'y aurait aucune différence avec un contrat d'assurance classique et les primes demandées seraient relativement semblables. Pour s'assurer une meilleure position concurrentielle face aux assurances classiques, le spéculateur demande une prime bien moindre à l'entreprise, mais il va utiliser ce contrat pour jouer en bourse et se rémunérer via les plus-values dégagées.

...

Or, nous savons tous que l'argent ne pousse pas sur les arbres et que si un spéculateur gagne, c'est soit que d'autres investisseurs ont perdu soit, qu'il s'accapare une partie de la valeur produite par les entreprises et donc les travailleurs. Ce faisant, la « prime » d'assurance est externalisée. Ce n'est donc plus l'entreprise qui s'assure qui la paye, mais bien la collectivité en général. Et un beau tour de magie !

Bien entendu, on pourra toujours nous répliquer que même dans le cadre d'un contrat classique d'assurance, la prime payée par l'entreprise sera répercutée sur le prix de vente et donc que c'est, in fine, la société qui absorbera le coût. C'est tout à fait correct, mais le mécanisme de transfert n'est pas du tout le même et ne touche pas les individus de la même manière, ni dans le même ordre de grandeur. Là où la spéculation concentre la plus-value entre quelques mains (les spéculateurs), la mutualisation des risques ne fait que couvrir les assurés contre la réalisation de ces risques sans avoir tendance à renforcer les inégalités dans la société.

Un autre argument souvent développé pour justifier la spéculation est que la liquidité du marché est d'autant plus importante que les volumes traités et le nombre de transactions sont grands. Sans spéculation, les activités de couverture des risques seraient plus difficiles et plus coûteuses. La spéculation est donc indispensable au marché pour lui apporter les liquidités dont il a besoin. C'est une nouvelle fois correct, mais c'est taire le fait que la spéculation sur des contrats à terme n'a souvent rien à voir avec la couverture d'un risque par une entreprise de l'économie réelle. Ainsi, on en arrive à créer des produits financiers complexes qu'on garantit par d'autres produits encore plus complexes et ainsi de suite. Tout cet enchaînement n'a d'autre but que de faire converger la valeur ajoutée entre quelques mains, en lieu et place des producteurs ; c'est-à-dire également des travailleurs.

Au final, on en arrive à justifier la couverture de risques par l'existence-même de produits financiers structurés des plus complexes servant eux-mêmes de couverture à d'autres risques. La spéculation se justifie donc par sa propre existence. Et encore un beau tour de magie !

Il faut faire la lumière sur une spéculation qui s'auto-entretient et qui est au final devenue un véritable parasite de la société.

Comment spéculer ?

Spéculer consiste à acheter ou vendre une certaine quantité d'une marchandise, d'une monnaie, d'un actif mobilier, immobilier, ou d'un contrat dérivé, généralement sur un marché organisé (bourse) :

- dans l'espoir que son prix évoluera ensuite de façon à procurer un gain financier ;
- tout en risquant de perdre de l'argent, si l'évolution est contraire aux espoirs.

Dans la plupart des cas, on spéculer sur des produits dérivés, généralement sur des contrats à terme et des options financières. Ceux-ci permettent :

- de spéculer sur de gros montants avec une faible somme au départ ;
- de vendre des biens dont on ne dispose pas encore, et qu'il faudra donc racheter avant de devoir les fournir. Ou inversement, d'acheter à l'avance des biens qu'on ne souhaite pas disposer, et qu'il faudra donc revendre.

Ces opérations de spéculation peuvent se réaliser sur des périodes plus ou moins longues qui vont de quelques mois (marché à terme), à quelques heures (*day-trading*). Aussi, un spéculateur peut acheter et vendre simultanément, s'il existe un différentiel de prix entre deux places boursières ou entre l'offre et la

demande. C'est ce qu'on appelle de l'arbitrage ou du *scalping* (en anglais).

Lorsqu'on parie sur un terme, qu'il soit très court ou plus long, on peut jouer tant à la hausse qu'à la baisse. Lorsqu'on joue à la hausse, on dit qu'on prend une position longue, c'est-à-dire qu'en tant qu'acheteur, on s'associe au titre en espérant que son prix va progresser. A l'inverse, lorsque l'on joue à la baisse, on prend une position courte, c'est-à-dire qu'on espère que le titre va se casser la figure avec toutes les conséquences économiques et sociales pour l'entreprise qui a émis ce titre. Paradoxalement, on est donc acquéreur d'un titre duquel on se désolidarise. Dans ce cas, on peut donc clairement affirmer que le spéculateur met son éthique de côté et qu'il met en danger l'économie réelle.

Là où la spéculation concentre la plus-value entre quelques mains, la mutualisation des risques ne fait que couvrir les assurés contre la réalisation de ces risques sans avoir tendance à renforcer les inégalités dans la société.

Comment cela se passe-t-il en détail ?

Supposons que W veuille acheter 1.000 actions à X dans 3 mois. Il passe un contrat avec X, qui lui fournira les 1.000 actions à la date et à un prix déterminés à l'avance. Il s'agit d'un contrat à terme (*future*, en anglais). W pense que le prix des actions va augmenter et veut s'en prémunir. A l'inverse, X pense que le prix de ses actions va baisser et veut s'en prémunir.

Dans la réalité, il est fort probable que W et X ne se connaissent pas. Il y a donc d'une part W qui veut acheter 1.000 actions et d'autre part X qui veut se débarrasser des siennes.

...

Ils vont dès lors aller sur le marché boursier pour procéder à l'échange. W achète à terme 1.000 actions à la chambre de compensation de la Bourse où il intervient (*Clearnet* est la chambre de compensation sur *Euronext Brussels*, la Bourse de Bruxelles), et X vend ses 1.000 actions à terme à cette même chambre.

En bref, sur une place boursière, la chambre de compensation est l'acheteur de tous les vendeurs, et le vendeur de tous les acheteurs. Elle centralise donc les risques de contrepartie, qu'elle tend à annuler d'une part en fixant une amplitude maximale de fluctuation quotidienne des cours (au-delà de laquelle ces derniers sont suspendus), et d'autre part, en exigeant de chaque intervenant un dépôt de garantie au moins égal à la fluctuation quotidienne maximale autorisée, ainsi qu'un appel de marge quotidien dont le but est de reconstituer le dépôt de garantie si celui-ci a été entamé par une fluctuation contraire du marché.

En bref, sur une place boursière, la chambre de compensation est l'acheteur de tous les vendeurs, et le vendeur de tous les acheteurs.

Le mécanisme de l'appel de marge est le suivant : chaque jour, après la clôture du marché, la chambre de compensation calcule les gains ou pertes de chaque opérateur. Par exemple, si le prix du titre a été fixé à 100 € (entre W et X) et qu'en fin de journée, il ne vaut plus que 95 €, la chambre de compensation prélèvera sur le compte de W - ou, si le compte de W n'est pas suffisamment approvisionné, exigera de W qu'il verse avant le lendemain à l'ouverture du marché -, la somme de $(100 € - 95 €) * 1.000 = 5.000 €$. À l'inverse, X, qui a vendu ces mêmes contrats à terme, va être crédité quant à lui de ce montant de 5.000 € sur son

compte qui est ouvert auprès de la chambre de compensation.

Lorsqu'un opérateur ne peut pas payer un appel de marge, sa position est soldée sur le marché. Les ajustements se font donc chaque jour et le risque de contrepartie pris par la chambre de compensation est limité aux variations journalières qui est, lui, déjà couvert par les dépôts de garantie. Le risque global des opérations réalisées est donc nul.

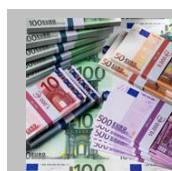
A terme, X apporte physiquement les actions à la chambre de compensation qui les transmet à W contre le paiement du prix convenu. En outre, W et X récupèrent chacun leur dépôt de garantie. En théorie, le schéma est logique, mais on en arrive rarement à cette situation dans la réalité.

En effet, il est fort probable qu'avant terme, W aura revendu les actions qu'il a achetées à terme et que X en aura racheté d'autres pour maintenir son portefeuille. Peut-être même que X n'a jamais été propriétaire des titres qu'il a vendu à terme et qu'il doit désormais acheter des titres qu'il ne détiendra pas, de manière à rééquilibrer son compte auprès de la chambre de compensation. Le but de la manœuvre n'était clairement pas de s'associer à un titre (ou de s'en défaire), mais bien de parier sur son prix. Dans ce cas, peut-on parler vraiment de couverture nécessaire de risques par les spéculateurs ? Certainement pas.

Ce genre de démarche classique est la même que celle appliquée lors d'une opération de LBO (*Leverage Buy-Out* ou effet de levier), par laquelle un spéculateur dépose en garantie une somme auprès de son banquier, en échange d'un prêt d'un montant bien plus important. Il dépose ensuite en garantie dans une chambre de compensation ce montant emprunté et parie à terme soit à la hausse, soit à la baisse d'un cours. Ce dépôt de garantie est une fraction seulement du montant final de la transaction (généralement 5%).

Aussi, avec une somme de base relativement restreinte, le spéculateur peut disposer dès lors d'une force de frappe considérable grâce à cet effet de levier.

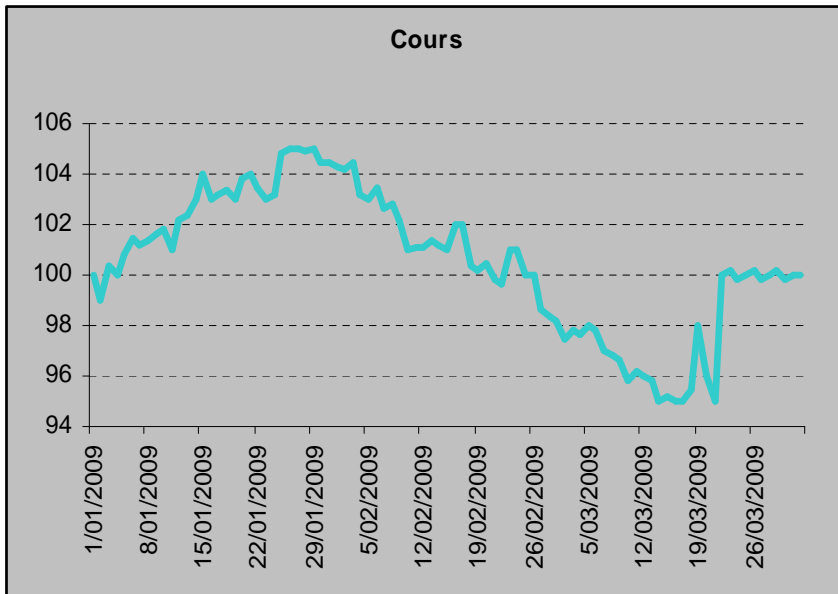
S'il parie sur une hausse, la somme déposée garantit qu'il va, théoriquement, acheter les titres à terme. Si le titre grimpe, il lui suffit de revendre avant terme les titres dont il n'est pas encore propriétaire à un prix supérieur au prix auquel ils devraient normalement lui être livrés. Il a donc rééquilibré son compte au niveau de la chambre de compensation et...empoché sa plus-value. Si par contre le prix baisse, il enregistre une moins-value mais va tenter de la minimiser en revendant le plus tôt possible des titres qu'il ne détiendra qu'à terme du contrat.



Lorsqu'un opérateur ne peut pas payer un appel de marge, sa position est soldée sur le marché. Les ajustements se font donc chaque jour et le risque de contrepartie pris par la chambre de compensation est limité aux variations journalières qui est, lui, déjà couvert par les dépôts de garantie.

S'il parie sur une baisse, la somme déposée garantit qu'il va, théoriquement, vendre les titres à terme. Si le titre se tasse, il lui suffit de racheter avant terme les titres à un prix inférieur au prix convenu dans le contrat initial. Il a donc rééquilibré son compte au niveau de la chambre de compensation et...empoché sa plus-value. Si par contre le prix monte, il enregistre une moins-value mais va tenter de la minimiser en achetant le plus tôt possible des titres qu'il ne vendra qu'à terme du contrat.

...



Dans le graphique ci-dessus, les deux parties peuvent même être gagnantes. Rappelons-nous que W achète 1.000 contrats à un prix de 100 et que X vend 1.000 contrats à un prix de 100 qu'il ne possède pas. Vers la fin janvier, W vend 1.000 contrats au cours du jour, c'est-à-dire à 105, et empoche la différence de 5.000 € entre le prix auquel il vient de vendre et celui auquel il s'est engagé à acheter les 1.000 titres fin mars. De même, vers début mars, X achète 1.000 contrats au cours du jour, c'est-à-dire à 95, et empoche la différence de 5.000 € entre le prix auquel il vient d'acheter et le prix auquel il s'est engagé à vendre les 1.000 titres fin mars. Au terme de ce processus de pure spéculation, il n'y a aucune livraison physique de titres puisque les comptes de W et de X ont été soldés depuis. Il y a juste deux gagnants et des perdants anonymes.

La vraie nature du spéculateur

Loin d'être des couvreurs de risques, ou même des détecteurs avancés de déséquilibres fondamentaux sur les marchés, les spéculateurs y créent plutôt les déséquilibres. Cela, dans l'unique but de réaliser des profits.

On finit souvent par justifier la spéculation comme étant de l'arbitrage, c'est-à-dire comme faisant

converger le titre vers son prix d'équilibre. Or, il est clair qu'aucun spéculateur n'a intérêt à arriver à un équilibre. Pire, de par leur comportement moutonnier et leur force de frappe, ils peuvent créer des déséquilibres majeurs qui peuvent être fatals à une entreprise, à un secteur ou à un pays entier. Si les spéculateurs parient sur la baisse du cours d'une devise, et qu'ils sont nombreux à suivre le mouvement, la devise va bel et bien baisser jusqu'à mettre l'Etat en difficulté, et peut-être même, faire plonger encore un peu plus bas la devise. Par la suite, les spéculateurs pourront se dédouaner en disant qu'ils n'ont fait que précipiter ce qui devait arriver. C'est pourtant faux. Ils auront créé de toute pièce un déséquilibre qu'ils auront poussé jusqu'au bout afin de maximiser leurs bénéfices...en ruinant de ce fait les entreprises et économies touchées. Cela s'est produit en Europe au début des années 90 ; en Thaïlande, au Mexique, en Russie, en Argentine...quelques années plus tard. Aujourd'hui, ce sont des entreprises multinationales (entre autres), dont des grandes banques, qui se sont faites dévorer par les attaques spéculatives répétées, jusqu'à obliger une nouvelle fois les Etats à injecter de l'argent frais pour éviter des faillites et pour que puisse redémarrer l'activité économique.

Conclusions

Si la spéculation peut répondre à une certaine demande de couverture de risque(s) de la part des entreprises, rien ne permet de dire qu'elle le fait mieux qu'au travers d'une mutualisation des risques. En tout cas, ce qui est sûr, c'est qu'elle accroît honteusement les inégalités entre ceux qui spéculent et les autres, et qu'elle peut anéantir des entreprises, voire des économies. Une autre chose qui est évidente également, c'est qu'elle n'a aucune raison de s'autoréguler (voire s'autocensurer). Dès lors, en l'état, les crises qui se sont multipliées ces dernières années ne vont pas s'arrêter là, bien au contraire.

Aussi, dans un souci d'efficacité économique et de redistribution plus égalitaire des revenus, il faut donc d'urgence prévoir des mécanismes efficaces d'encadrement de la spéculation. Cela peut passer par une taxe de type *Tobin-Sphan*, mais pourquoi pas aussi par certaines interdictions comme celles qui s'appliquent notamment aux ventes à découvert.

Orientations bibliographiques

Wikipedia (<http://www.wikipedia.be>)

Faut-il condamner la spéculation ?, Pierre-Noël Giraud, Alternatives économiques, juin 2002.