



Cerna, Centre d'économie industrielle
Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris

60, boulevard Saint Michel
75272 Paris Cedex 06 – France
Tél. : 33 (1) 40 51 90 91 – Fax : 33 (1) 44 07 10 46
giraud@cerna.ensmp.fr – <http://www.cerna.ensmp.fr>

Faut-il condamner la spéculation ?

Pierre-Noël Giraud

Alternatives économiques,
Juin 2002

Résumé

Spéculer, c'est prendre délibérément un risque de prix c'est-à-dire acheter aujourd'hui un actif financier ou tout autre bien en espérant que son prix va monter, et qu'on pourra le revendre demain avec profit. La spéculation fait souvent l'objet d'une condamnation morale. Pourtant, sans l'existence de spéculateurs, les entreprises ne seraient pas à même de s'assurer contre les effets des fluctuations du prix des matières premières, des devises ou des taux d'intérêt. Mais la spéculation n'aggrave-t-elle pas le mal en accroissant l'instabilité des marchés ? Lorsqu'un actif voit son prix déterminé par des mécanismes économiques stables et solidement enracinés dans l'économie « réelle », la spéculation introduit juste un peu de volatilité dans l'évolution des prix, sans grandes conséquences. Mais lorsque ce n'est pas le cas, par exemple pour les taux de change, la spéculation peut se révéler profondément déstabilisante.

Qu'est ce que la spéculation ?

Le débat sur la spéculation comporte une dimension morale. On oppose l'enrichissement sans effort et parasitaire qu'elle peut engendrer aux revenus issus d'un dur labeur, de compétences socialement utiles et reconnues ou d'une épargne longue placée en bon père de famille. Les jugements moraux ne relevant pas de l'économie, nous ne les discuterons pas ici, ce qui n'est pas pour sous-estimer leur importance. Mais il existe aussi un débat entre économistes sur la spéculation.

Est un spéculateur quiconque achète un actif (financier, immobilier, œuvre d'art, etc.) en espérant que son prix va monter et qu'il pourra le revendre avec profit. Si l'on adopte cette définition, la spéculation est une activité extrêmement répandue. Tenons-nous en, par exemple, aux actifs financiers. Un actif financier n'est jamais un revenu assuré mais une promesse de revenu futur. Nul ne peut en effet être certain du prix auquel il pourra le revendre après l'avoir acquis. Même les actifs les plus sûrs, telles que les obligations d'Etat à taux fixe, comportent un risque de prix : on ne peut prévoir quelle sera l'inflation entre le moment où on achète une obligation et le moment où elle est revendue ou remboursée, donc ce qui sera son rendement réel. Selon la définition ci-dessus, tout épargnant est donc un spéculateur.

Néanmoins, le débat sur la spéculation n'englobe pas l'ensemble des actes d'épargne. On qualifie usuellement de spéculateur un acteur qui achète, dans l'espoir d'un gain important et rapide, un actif dont le prix est particulièrement fluctuant. Un spéculateur se caractérise alors par une « préférence pour le risque » nettement plus élevée que la moyenne des acteurs

économiques.

Pour certains économistes, la spéculation serait destabilisante et susceptible d'engager l'économie réelle sur des sentiers non optimaux, c'est-à-dire de l'empêcher d'atteindre le plus haut niveau de croissance et d'emploi possible. Pour les autres, les spéculateurs ne feraient qu'acheter des risques dont d'autres acteurs économiques veulent se débarrasser. Ces risques étant inhérents au système économique, car engendrés par une incertitude irréductible quant à l'avenir, les spéculateurs seraient nécessaires à partir du moment où certains acteurs sont, pour des raisons diverses, opposés à l'idée de prendre trop de risque, sont « adverses au risque » comme disent les économistes. Les marchés dérivés fournissent une bonne illustration de ce débat.

Comment fonctionnent les marchés dérivés ?

Définis de manière générale, les instruments dérivés permettent de fixer dès aujourd'hui le prix futur d'un produit physique ou financier, dit le « sous jacent ». Ils peuvent concerner des matières premières (pétrole, café, métaux, etc.) mais aussi des taux d'intérêt, devises, actions, etc. Les principaux instruments dérivés sont : les contrats à terme, les options et les swaps. Acheter un contrat à terme de 1000 barils de pétrole à trois mois, c'est acheter le droit d'obtenir livraison (de la part de celui qui a vendu le contrat) de 1000 barils dans trois mois à un prix fixé aujourd'hui, par exemple 25 \$/bl. Si ce jour-là le pétrole au comptant vaut plus cher que le prix auquel l'acheteur a payé le contrat trois mois avant, par exemple 30 \$/bl, l'acheteur du contrat peut exiger la livraison des 1000 barils au prix de 25\$/bl. Le pétrole lui coûtera donc 25\$/bl. Pour acheter le contrat, il n'aura eu besoin que d'avancer un « deposit », c'est-à-dire de déposer, par exemple 5 % de sa valeur d'achat, auprès de l'institution qui organise le marché à terme. L'achat d'un contrat à terme permet donc à un consommateur de pétrole de se couvrir contre une hausse des prix. Evidemment, si le prix du pétrole a baissé au bout de trois mois, le fait de s'être couvert contre la hausse a fixé son coût d'approvisionnement à 25 \$/bl et l'empêche donc de profiter de la baisse.

C'est l'intérêt des options que de permettre une couverture contre une hausse, sans se priver de l'opportunité d'une baisse. Ainsi notre acheteur de contrat peut aussi acheter une option d'achat de 1000 barils à trois mois au prix de 25 \$/bl. Cela lui coûte le prix de l'option. Si le pétrole monte, il exerce l'option d'achat et obtient du pétrole à 25 \$/bl. Si le pétrole baisse, il ne l'exerce pas. Il a perdu le prix de l'option, mais peut profiter de la baisse. L'option d'achat est donc, de manière encore plus « pure » que le contrat à terme, une assurance contre le risque de hausse de prix.

Quant aux swaps, leur principe consiste à échanger un prix fixe contre un prix fluctuant. Ainsi un transporteur aérien qui vend à l'avance des voyages organisés peut souhaiter fixer le prix de son kérosène. Plutôt que d'acheter son kérosène par exemple chaque mois sur le marché international et d'en subir les variations de prix, il s'entend avec une banque pour réaliser un swap qui fonctionne de la manière suivante : le transporteur achète normalement son kérosène pour le revendre à la banque au prix payé sur le marché. Il le rachète ensuite immédiatement à cette même banque à un prix convenu à l'avance. Grâce au swap, le coût de son approvisionnement est le prix fixe convenu, sur la base duquel il a tarifé ses voyages.

La fonction des marchés dérivés est donc de permettre de se couvrir contre un risque de prix. Ces risques sont extrêmement répandus dans l'économie globale actuelle. Prenons le cas d'un industriel européen qui, pour gagner un marché à l'exportation, fixe aujourd'hui un prix en dollar pour livraison dans six mois, et qui doit emprunter pour réaliser l'opération. Il doit, s'il veut garantir sa marge en Euro, se couvrir contre trois risques de prix : ses consommations intermédiaires (des produits pétroliers par exemple), le taux de change \$/Euro, et le taux d'intérêt s'il emprunte à taux variable. Tous ces prix sont en effet susceptibles de varier en 6 mois de manière telle qu'une marge a priori positive pourrait aisément se transformer en une lourde perte.

Mais, il est clair aussi que les instruments dérivés permettent des spéculations extrêmement profitables. Prenons l'exemple de spéculateurs qui, à deux semaines d'une réunion de l'OPEP, sont persuadés que cette organisation va supprimer les quotas de production de ses membres et que ceci va faire baisser le prix du pétrole. Voici, très schématiquement, comment ils peuvent opérer. Ils empruntent un million de dollars au taux annuel de 6 % (en donnant en garantie des actifs qu'ils possèdent : il faut être déjà riche pour spéculer à grande échelle). Avec cela, ils peuvent vendre à un terme d'un mois par exemple, pour 20 millions de dollars de contrats de pétrole brut. En effet le dépôt sur contrat à terme étant de 5 %, avec 1 million de dépôt, ils peuvent vendre 20 millions de contrats. Un mois après, le prix du pétrole a baissé de 15 %. Ils rachètent alors les contrats. Leurs gains sont de 15 % de 20 millions, soit 3 millions de dollars. Ils remboursent l'emprunt de 1 million de dollars et payent un intérêt de 0,5 % pour un mois, soit 5000 \$. Coût de l'opération : 5000 \$, gain : 2 millions de dollars, la mise a été multipliée par 400 en un mois. Ces rendements exorbitants viennent de ce qu'on appelle un effet de levier, qui est double dans l'exemple choisi : un effet lié à l'endettement (on joue de l'argent emprunté) et celui qu'engendre le fait de n'avoir à déboursier qu'un faible dépôt pour vendre ou acheter à terme. Mais remarquons que si le pétrole s'était apprécié de 15 %, la perte sèche aurait été de 4 millions de dollars.

Les spéculateurs peuvent donc faire des gains ou subir des pertes très élevées sur les marchés

dérivés, parce que ces instruments sont extrêmement risqués. Autre chose est de savoir si, en spéculant sur ces marchés, ils déstabilisent les marchés des produits sur lesquels ils opèrent.

Les marchés dérivés ont-ils un rôle déstabilisant ?

Les défenseurs des marchés dérivés affirment que la spéculation est nécessaire pour que ces derniers remplissent correctement leur fonction de couverture. Voici pourquoi. Il n'y a aucune raison *a priori* qu'à tout instant les offres de couverture contre la baisse égalent les demandes de couverture contre la hausse des industriels et des négociants. Ce n'est même généralement jamais le cas. Si les industriels opérant sur un marché à terme de matières premières, par exemple, anticipent collectivement une baisse de prix, ils seront beaucoup plus nombreux à vouloir se couvrir contre la baisse. Le prix des contrats de couverture permettant de s'assurer contre le risque de baisse chutera extrêmement bas, rendant la couverture inefficace : les prix garantis devenant très proche de celui du marché. Si des spéculateurs interviennent, achetant des contrats à partir du moment où ils ont chuté en dessous de leur propre anticipation, ils jouent un rôle stabilisateur. Ils achètent le risque dont les vendeurs veulent se débarrasser. L'intervention de la spéculation fait que les prix à terme reflètent les anticipations d'un ensemble beaucoup plus large d'acteurs, aux anticipations plus diversifiées et pas nécessairement plus mauvaises que celles des seuls industriels.

Ainsi, lors de l'invasion du Koweït par l'Irak, les prix au comptant du pétrole se sont évidemment envolés, ainsi que les prix à terme rapproché. Mais, à mesure que se précisait la riposte américaine, les prix à terme, en particulier à 3 mois, sont ensuite rapidement revenus à des niveaux raisonnables, preuve qu'un grand nombre d'acteurs, dont certainement beaucoup de spéculateurs « purs » avait parié sur une victoire américaine et un retour à la normale rapide. Cette baisse des prix à terme a calmé la hausse du comptant. Il ne fait pas de doute que sans marchés à terme et sans spéculateurs sur ces marchés, les prix du pétrole pendant la crise auraient atteint des niveaux beaucoup plus élevés, comme ils l'ont fait pendant la guerre Iran-Irak en septembre 1980, époque où les marchés à terme sur le brut étaient encore quasi inexistants.

Reste que, réciproquement, si des spéculateurs parient massivement sur la hausse du prix d'une matière première et achètent des contrats, les prix à terme vont monter. Or, à partir d'un certain niveau de hausse des prix à terme, quiconque dispose de capacités de stockage aura intérêt à acheter la matière première en question et à le revendre simultanément à terme. C'est rentable à coup sûr dès que la différence (prix à terme - prix au comptant) excède le coût physique et financier du stockage. Par conséquent, les prix au comptant monteront aussi, sans que rien ne le

justifie au niveau des « fondamentaux » du marché de la marchandise. Les spéculateurs dans ce cas introduisent une volatilité des prix parfaitement artificielle, dont certains d'entre eux sont seuls à profiter. Cependant, au moins sur les marchés de matières premières, les experts affirment que le « physique » (d'autres diraient l'économie réelle) finit toujours par imposer sa loi. C'est qu'il existe des fondamentaux : le niveau des stocks physiques, le coût de production des capacités marginales, qui exercent des forces de rappel sur le prix au comptant.

Mais qu'en est-il des monnaies ? Sur les marchés des changes, l'équivalent du « physique », la force de rappel qui donnerait toujours et rapidement le dernier mot à l'économie réelle, c'est l'économie d'un pays où circule telle ou telle monnaie. Or, cette économie ne risque-t-elle pas d'être durablement déstabilisée et précipitée dans la récession par une spéculation sur le taux de change de sa monnaie ?

Pourquoi la spéculation sur les taux de change est déstabilisante ?

Les années 90 ont été fertiles en crises de change où la spéculation a joué un rôle incontestable : sortie de la livre du Système Monétaire Européen (SME) en 1992, tentative, avortée, de faire décrocher le franc du mark en 1993, dévaluation du peso mexicain en 1994, crises des monnaies asiatiques en 1997, du rouble en 1998, et plus récemment, de la livre turque, de la monnaie argentine. Elles ont profondément fait évoluer la théorie des crises de change et du rôle qu'y joue la spéculation.

Après les attaques contre le SME, la thèse dominante restait que la spéculation ne faisait que révéler des divergences des taux de change réels par rapport à leur valeur fondamentale : elle se contentait de déclencher une correction qui, de toute façon, était inévitable. C'est ainsi qu'on expliqua qu'en 1992, la livre était « objectivement » surévaluée, et que les spéculateurs (dont Georges Soros, qui se rendit célèbre en affirmant avoir gagné un milliard de dollars en spéculant contre la livre) rendirent en réalité un fier service au gouvernement britannique en le « forçant » à sortir du SME, ce qu'il rêvait de faire mais n'osait pas afficher pour des raisons politiques. Tout au plus concédait-on que la spéculation pouvait accentuer la « sur réaction » qui caractérisait l'attitude de l'ensemble des acteurs sur ces marchés et engendrait des fluctuations permanentes des changes autour de leur valeur d'équilibre.

Avec la crise du peso mexicain, et surtout la crise asiatique, il fallut admettre que la spéculation pouvait jouer un rôle beaucoup plus important en déclenchant des « anticipations auto-réalisatrices ». La théorie des crises de changes commence alors à reconnaître que les équilibres

de marché peuvent être multiples et que le libre fonctionnement des marchés ne conduit pas nécessairement (aux inévitables fluctuations près) à un équilibre unique et qui plus est « optimal » selon des critères d'efficacité ou de croissance économique. C'est ainsi que la notion même de taux de change d'équilibre, donc de fondamentaux pour les taux de change, fut mise en doute. En situation de libre circulation des capitaux, la définition même d'un taux de change d'équilibre pose problème, compte tenu de flux nets permanents de capitaux étrangers qui font varier l'offre et la demande des devises. Et, même lorsqu'on se met d'accord sur une définition, la mesure du taux de change d'équilibre pose de tels problèmes d'évaluation, qu'on ne peut les calculer qu'avec une large marge d'incertitude.

Il devient alors très difficile de prétendre que les spéculateurs ne sont que les détecteurs avancés de déséquilibres fondamentaux alors que, pas plus que d'autres, ils ne peuvent les évaluer avec précision. En revanche, ils peuvent parfaitement, en spéculant à la hausse ou à la baisse d'une monnaie, provoquer un basculement des anticipations d'un grand nombre d'acteurs, non seulement sur le taux de change mais sur l'avenir d'une économie. Si l'anticipation moyenne bascule, elle devient auto-réalisatrice. Ainsi, des retraits massifs de capitaux à court terme (souvent renforcés par une crise bancaire interne qu'ils déclenchent) provoquent un effondrement du prix des actifs nationaux et une récession, justifiant *a posteriori* le pessimisme qui avait engendré le mouvement de retrait. Non seulement le taux de change évolue brusquement, mais l'économie tout entière peut ainsi « sauter » d'un sentier de croissance à un autre, éventuellement beaucoup plus défavorable à la majorité de la population du pays concerné. Ce danger concerne évidemment avant tout les pays dits émergents qui ont libéralisé leur compte de capital, c'est-à-dire autorisé la libre entrée et sortie des capitaux, quel que soit leur nature.

Quels sont les remèdes ? La taxe Tobin n'en est certainement pas un. Il s'agit d'une proposition *a priori* séduisante : on taxe les méchants spéculateurs pour aider les pauvres (les défenseurs d'une taxe Tobin sur les transactions de change prévoient en effet d'en affecter le produit à l'aide au développement). Mais taxer les transactions de change à 0,25 % n'entraverait en rien des spéculateurs qui jouent sur des anticipations de variations de change de plusieurs points ou plutôt dizaines de points. On a donné plus haut un exemple de la rentabilité d'une spéculation utilisant à fond les effets de levier. Qui peut sérieusement soutenir que la taxer de 0,5 % sur un aller et retour la dissuadera ? La taxe Tobin n'est pas une arme contre la spéculation. Elle n'est qu'une modalité particulière de taxation du capital. Elle doit donc être comparée à d'autres modalités de taxation du capital, portant par exemple, non sur les mouvements de capitaux, mais sur les revenus du capital. Mais c'est un autre débat.

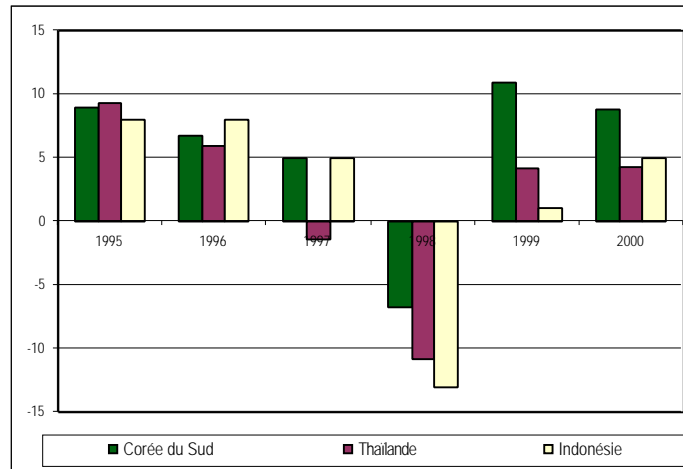
En revanche, pour les pays émergents, certaines leçons peuvent être tirées des dures expériences

des dix dernières années. D'abord, imposer des règles prudentielles strictes à leur système bancaire, ne pas lui permettre de s'endetter à court terme en devises pour prêter à long terme en monnaie nationale, par exemple. Ensuite adopter un régime de change souple : pas de changes fixes trop rigides, mais des parités glissantes, non pas à l'égard d'une seule monnaie (le dollar), mais d'un panier représentatif des échanges de marchandises et de capitaux du pays. Enfin ne pas s'interdire de discriminer les capitaux par des instruments économiques, telles des taxes sur les capitaux les plus mobiles, voire recourir en cas de crise au contrôle temporaire des changes. Et par dessus tout, adopter des politiques monétaires et budgétaires stables et prévisibles. C'est certes restreindre la souveraineté nationale en la matière, mais c'est une contrainte inévitable pour un petit pays ouvert aux flux de capitaux étrangers. Nul n'est contraint de faire ce choix, à chacun d'en évaluer les avantages et les inconvénients.

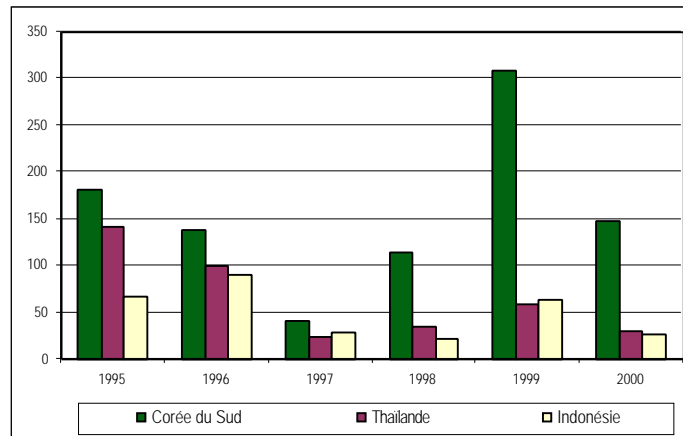
En conclusion : à partir du moment où l'on reconnaît que le fonctionnement des marchés peut conduire à une multiplicité d'équilibres, ou plutôt de trajectoires, pour considérer les choses en dynamique, la spéculation ne peut plus être considérée comme une activité nécessaire engendrant tout au plus un peu de volatilité. Elle est en effet capable de faire changer de trajectoire des économies entières. Prétendre la supprimer relève cependant d'une incompréhension de son origine : elle est inévitable dans une économie de marchés puisque l'avenir est incertain. De plus, elle est, dans bien des cas, nécessaire à la fonction d'échanges de risques que doivent pouvoir remplir les marchés. Tout au plus peut-on, dans les cas où son rôle déstabilisant est avéré, trouver des modes de régulation étatiques spécifiques qui permettent d'en limiter les dégâts.

Spéculation et crise en Asie

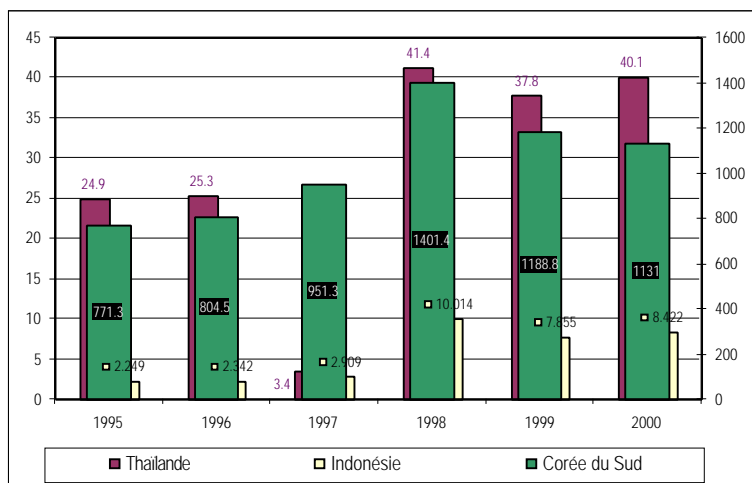
Croissance du PIB



Capitalisation boursière (Mds de \$ courants)



Taux de change pour 1 \$ (moyenne)



Indonésie	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Croissance du PIB (%)	8	8	5	-13	1	5
Capitalisation boursière (Mds de \$ courants)	66,6	91	29,1	22,1	64,1	26,8
Taux de change pour 1 \$ (moyenne)	2,249	2,342	2,909	10,014	7,855	8,422
Corée du Sud	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Croissance du PIB (%)	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,9	8,8
Capitalisation boursière (Mds de \$ courants)	181,9	138,8	41,9	114,6	308,5	148,6
Taux de change pour 1 \$ (moyenne)	771,3	804,5	951,3	1,401,4	1,188,8	1,131,0
Thaïlande	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Croissance du PIB (%)	9,3	5,9	-1,4	-10,8	4,2	4,3
Capitalisation boursière (Mds de \$ courants)	141,5	99,8	23,5	34,9	58,4	29,5
Taux de change pour 1 \$ (moyenne)	24,9	25,3	31,4	41,4	37,8	40,1

Source : Banque mondiale

Commentaires

Thaïlande : C'est là que tout a commencé. La dégradation des comptes extérieurs du pays a fait démarrer un mouvement de fuite des capitaux qui s'est traduit par une dépréciation du baht thaïlandais. Celle-ci a entraîné l'incapacité des banques locales, fortement endettées en devises, à rembourser leurs créanciers étrangers. Révélant, par la même occasion, les politiques de prêts hasardeuses des banques locales, notamment en soutien à la montée d'une bulle immobilière.

Corée du Sud : L'incapacité du Fonds monétaire international (FMI) à maîtriser le dérapage du won coréen a forcé le ministère des Finances des Etats-Unis à jouer de son autorité politique afin de forcer les banques étrangères à stopper leurs retraits de capitaux. Bien gérée par les autorités locales, la crise a été finalement de relativement courte durée. Tant et si bien que le principal risque portant aujourd'hui sur l'économie sud coréenne est celui de la surchauffe !

Indonésie : L'Indonésie, emportée par la tourmente régionale, a souffert le plus de la crise. A la fois fragilisé par sa situation économique et par des remous politiques, le pays aura bien plus de mal que les autres à faire face aux turbulences financières. La récession a été profonde. A cause de la spéculation. Et à cause d'une politique d'austérité extrêmement sévère imposée par le Fonds monétaire international (FMI), et, de l'avis de bien des économistes, totalement inadaptée à la situation.

Equilibres multiples

La théorie économique a longtemps considéré que si l'on se donnait des acteurs au comportement rationnel et des mécanismes de coordination entre ces acteurs bien définis, des marchés par exemple, le résultat de l'interaction entre eux était un équilibre, ou une trajectoire, unique. Keynes parmi les premiers a montré que ce n'était pas si simple, et que des défauts de marché, combinés avec une information imparfaite et des anticipations instables des acteurs, pouvaient conduire à des équilibres multiples, par exemple des équilibres de sous emploi. L'économie contemporaine a multiplié les modèles théoriques et le repérage de situations empiriques où les équilibres multiples sont la règle et non l'exception, parce que les acteurs agissent et se coordonnent en fonction de « croyances » qui peuvent être de divers types et évoluer dans le temps. C'est particulièrement le cas dans le domaine de la finance, où les anticipations jouent un rôle essentiel dans la formation des prix.

Anticipation autoréalisatrice

Anticipation engendrant des comportements qui font advenir ce qui est anticipé. L'anticipation que le cours d'une action va monter engendre un flux d'achat qui le fait effectivement monter. Une anticipation que l'économie va sortir de la récession, donc que les revenus des ménages vont augmenter et les carnets de commande des industriels se remplir, engendre une croissance de la consommation et de l'investissement, donc de la demande, qui sort effectivement l'économie de la récession.

Références

John Kenneth Galbraith, « Brève histoire de l'euphorie financière », Seuil, 1992.
 Dominique Plihon, « Les taux de change », La Découverte, Repères, n° 103.
 Yves Simon, Delphine Lautier, « Marchés dérivés de matières premières et gestion du risque de prix », Economica, 2001.
 Pierre-Noël Giraud, « Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne », Seuil, 2001.