

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Lutte contre la spéculation : le retour aux vieilles recettes



Hubert de Vauplane

Directeur juridique
Calyon,
Université Paris II
Panthéon-Assas *

Les régulateurs ont mis en œuvre ces dernières semaines des mesures contre les excès de la spéculation sur les marchés de l'énergie, des matières premières ou financiers. Elles s'avèrent d'une portée très limitée. La seule réponse véritablement efficace est comportementale et morale.

Peut-on lutter (efficacement) contre la spéculation ? C'est à cette question que tentent de répondre les hommes politiques de nombreux pays face aux exubérances des marchés financiers et agricoles. Pressant leurs régulateurs nationaux de mettre en œuvre des mesures destinées à lutter contre les "excès de la spéculation" (s'agit-il d'un oxymore ?), ces derniers sortent les vieilles recettes déjà éprouvées dans le passé, tout en sachant que ces mesures n'auront que peu d'effets sur le marché.

Comment, en effet, contrôler la spéculation, dans la mesure où celle-ci est nécessaire et consubstantielle au fonctionnement d'une économie de marché et n'est pas néfaste en elle-même ? Mais peut-on laisser dans le même temps les prix des ressources pétrolières, gazières, mais aussi des matières premières, et même des produits agricoles s'envoler sans rien tenter pour en freiner une hausse dont les conséquences sur les éco-

nomies et les équilibres politiques se font chaque jour sentir (que l'on songe aux « émeutes de la faim » un peu partout dans le monde au début de l'été) ?

Si l'attention des hommes politiques se concentre, aujourd'hui, sur les marchés à terme de matières premières et produits agricoles, c'est parce que les volumes qui s'y négocient se sont multipliés en quelques années de façon démesurées. Ainsi, à titre illustratif, au cours des cinq dernières années, les investissements dans des fonds indexés sur les marchandises sont passés de 13 milliards de dollars à 260 milliards. De la même manière, la part de marchés des positions ouvertes par des spéculateurs [1] sur le marché du pétrole du Nymex est passée de 37 % en 2000 à plus de 71 % en 2008.

[1] Selon le CFTC, un spéculateur se définit comme une personne qui "does not produce or use the commodity, but risks his or her own capital trading futures in that commodity in hopes of making a profit on price changes".

LES MÉFAITS DE LA "SPÉCULATION"

Il est symptomatique, à cet égard, que c'est dans les pays occidentaux, grands consommateurs de ces biens, et dont les sociétés multinationales jouent un rôle de premier plan dans la gestion et l'exploitation de ces ressources, que les réflexions quant aux méfaits de la "spéculation" sont les plus nombreuses. Il est d'ailleurs piquant de relever que c'est dans les deux pays connus pour leur politique économique libérale, à savoir les États-Unis et la Grande-Bretagne, que les discours à l'encontre de la spéculation financière sont parmi les plus critiques [2]. L'Europe n'est pas en reste. Dans une communication relative à l'augmentation des prix des denrées agricoles du 20 mai 2008, la

[2] Les exemples sont nombreux ; citons à titre emblématique le rapport du Sénat des États-Unis : « The role of market speculation in rising oil and gas prices : a need to put the cop back on the beat », N. Coleman & C. Levin, Permanent Subcommittee on Investigations, US Senate, June 27, 2006.

commission estime que les spéculateurs jouent un rôle majeur dans le mouvement de hausse des prix et de volatilité des marchés à terme comme des marchés au comptant [3], ce que conteste l'ISDA [4]. Les débats au Parlement européen sur l'augmentation des prix agricoles et de l'énergie ont souligné la surenchère politique en condamnant la spéculation.

Mais dans ces rapports, qui se préoccupe des producteurs de café brésilien, des petites exploitations de fèves de cacao ivoiriens, ou des employés des mines de cuivre du Mozambique? Seuls semblent compter, dans les analyses, les effets de la hausse des prix des denrées agricoles et/ou des matières premières chez le consommateur final, en Europe ou aux États-Unis. Nous ne rentrons pas ici dans le débat de nature économique quant à savoir d'où provient ce mouvement généralisé de spéculation (rareté des produits, excès de la demande, rôle des intermédiaires et des "spéculateurs"...). Nous nous attacherons brièvement à signaler les mesures prises pour tenter de lutter contre cette hausse des prix.

L'ACTION DES RÉGULATEURS ANGLO-SAXONS

Si l'on limite notre propos aux deux principaux marchés financiers mondiaux où se négocient les matières premières et agricoles, on relève que les régulateurs américains et britanniques ont pris dans l'été 2008 des mesures visant à limiter les effets de la spéculation, tant sur les marchés actions que sur certains marchés de

“Comment contrôler la spéculation, dans la mesure où celle-ci est nécessaire et consubstantielle au fonctionnement d'une économie de marché?”

matières premières ou pétroliers. Ces mesures ont été précédées de rapports et études, parfois les deux, d'experts ou d'hommes politiques visant à dénoncer les excès de la spéculation. Car là est la difficulté, qui peut ressembler même à une aporie : ce n'est pas tant la spéculation en elle-même qui est visée, mais ses excès. Or, comment lutter contre les excès sans toucher à l'acte lui-même?

C'est à cette contradiction qu'ont tenté de répondre, sans succès à notre avis, les régulateurs américains et britanniques, eux-mêmes soumis à la pression des hommes politiques, en particuliers aux États-Unis où les propositions de lois les plus diverses visant à limiter et contrôler la spéculation ont circulé.

Pour le marché de l'énergie, le législateur américain avait déjà exigé, fin 2006, des opérateurs américains effectuant des opérations sur produits énergétiques américains mais négociés sur des plateformes étrangères (comme le marché anglais du pétrole ICE), de déclarer leurs opérations au régulateur américain (CFTC). Fin juin 2008, neuf propositions de lois, fortement contestées par les banques d'investissement américaines [5], ont été déposées au Congrès par des sénateurs ou des membres de la Chambre des représentants. Parmi les mesures proposées, l'on peut noter l'augmentation des dépôts et appels de marge sur les produits dérivés cotés, la limitation des interventions des *hedge funds* en réduisant les conditions d'emprise de positions sur les marchés cotés, l'interdiction pour certains types de contreparties comme les *pension funds* d'intervenir sur les marchés à terme de marchandises, et bien sûr l'interdiction d'intervenir sur les marchés à terme, y compris de gré à gré, en l'absence d'intention de livraison

physique du sous-jacent.

Compte tenu de l'importance prise par les transactions de gré à gré et celles effectuées sur les marchés non américains (et en particulier le rôle croissant de l'ICE), il est peu probable que ces mesures, si elles étaient adoptées, soient d'une grande efficacité. Finalement, le législateur américain se rend compte à son tour qu'il ne peut lutter contre la globalisation des transactions. Et ce ne sont pas ses mesures d'ordre protectionniste qui changeront grand-chose.

SUR LES MARCHÉS ACTIONS

S'agissant de la spéculation sur les marchés actions, la FSA d'abord, suivie de la SEC, ont toutes deux limité les possibilités de vendre à découvert des titres. La mesure est connue et ancienne. Que l'on se souvienne des arrêts du conseil du roi en France en 1723 qui, suite à la faillite de Law, avaient interdit les ventes à découvert. L'on connaît le peu d'effets de la mesure, ce qui obligea le conseil du roi à réitérer l'interdiction à plusieurs reprises, jusqu'à la veille de la révolution!

Interdire les ventes à découvert ne peut limiter la spéculation : rien n'empêche un vendeur d'emprunter les titres, sous forme de prêt de titres, de *reverse pension* ou de tout autre moyen qui lui permet de justifier, au moment de la livraison, de la disponibilité des actifs objets de la vente à terme. Et pourtant, le FSA comme la SEC ont adopté de telles mesures.

Le FSA a introduit un régime de déclarations des positions prises, applicable depuis le 20 juin 2008, lors des augmentations de capital sur les titres de sociétés britanniques. Bien que le FSA indique en préambule de sa mesure qu'elle considère que la vente à découvert est "une technique légitime qui permet d'apporter de la liquidité et qui n'est pas abusive en elle-même", elle s'empresse de justifier sa mesure en estimant que dans le cas des opérations d'augmentation

[3] The activities of "speculators in commodity related financial markets lead to increased price movements and volatility on futures and spot commodity markets and have amplified the underlying price movements": http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/2008521_document_en.pdf. Cf. également "First interim report on oil price developments and measures to mitigate the impact of increased oil prices", European Commission, ECFIN/REP, 54538, 1^{er} sept. 2008.

[4] ISDA view on Rising Commodities Prices (also responding to EC Communication on Rising Food Prices), lettre au président Barroso, 3 juillet 2008.

[5] Cf. J. Birnbaum, "Wall Street Lobbies to Protect Speculative Oil Trades", [Washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com), June 19, 2008.

de capital, la transparence des positions prises doit être communiquée au marché [6].

De son côté, la SEC a interdit, certes pour une période limitée de quelques semaines, les ventes à découvert (naked short selling) sur les titres des sociétés de refinancement immobilier Fannie Mae et Freddie Mac, ainsi que sur les titres de certaines banques [7].

RETOUR À UNE CERTAINE ÉTHIQUE

Au final, toutes ces mesures visent plus à répondre aux attentes des

[6] "We consider that, improving transparency of significant short selling in such shares would be a good means of preventing the potential for abuse."

[7] Cf. SEC Press Release n° 2008-143, July 15, 2008, Release n° 58166: "Emergency order [...] taking temporary action to respond to market developments".

« Le législateur américain se rend compte qu'il ne peut lutter contre la globalisation des transactions. Et ce ne sont pas ses mesures d'ordre protectionniste qui changeront grand-chose. »

hommes politiques mais ne sauraient lutter efficacement contre les excès de spéculation. La réponse ne peut pas être politique, mais principalement comportementale et morale (sans omettre toutefois les mesures réglementaires). Il ne s'agit pas de condamner les avantages des marchés à terme ni celui du rôle positif joué par la spéculation dans la liquidité du marché et l'anticipation des prix. Mais de revenir aux fondamentaux du fonctionnement des marchés financiers, système de financement de l'économie organisant la rencontre de l'offre et de la demande entre prêteurs et emprunteurs, et non un système d'enrichissement pour quelques-uns plaçant leurs liquidités sur les actifs les plus volatils dans l'espoir de gains rapides et faramineux, souvent sur le dos des pays et des populations les plus pauvres. Or,

cette question de l'investissement spéculatif concerne tout à chacun : si l'on veut lutter contre les excès de la spéculation, commençons, en tant qu'individu (je ne parle pas des entreprises qui ont des besoins de couvrir leurs actifs) par ne pas investir nos liquidités dans des produits financiers jouant sur les prix des matières premières et agricoles. C'est toute la question de la finance responsable (un autre oxymore ? je ne le pense pas) qui est posée [8]. C'est autrement plus sérieux que les mesures gadgets adoptées par les régulateurs et les rododromes des hommes politiques. ■

[8] Cf. H. de Vauplane, « Morale et bourse : un long malentendu », Mélanges D. Schmidt, Litec, 2004, p. 221.



PAYMENT | CASH & CLEARING CONSULTING

syrtals
SYSTEM INTEGRATION

Stratégie Maîtrise d'ouvrage

En intervenant auprès
des banques
et des grandes entreprises

En croisant les compétences
techniques et fonctionnelles

En privilégiant une démarche
d'analyse de la valeur
sur la chaîne globale des flux

**Syrtals SI développe
une approche unique du conseil
en cash management et paiements**

www.syrtals.com

Etude d'opportunité - Cahier des charges - Consultation - Homologation - Gestion du changement