

## Session 15

### La spéculation, ennemie de l'investissement ?

Catherine Lubochinsky

Cercle des économistes

Sachant qu'il n'y a pas de véritable croissance sans investissement, qu'il n'y a pas d'investissement sans financement et que ce financement ne peut être réalisé uniquement par crédit bancaire et/ou par l'Etat, toute économie développée a besoin de marchés financiers. Sachant qu'un prérequis pour un marché efficace est qu'il soit liquide, c'est-à-dire que les titres puissent être échangés rapidement et sans faire décaler les cours, il est indispensable que coexistent des intervenants hétérogènes, tant par leurs motivations, par leurs horizons temporels et par leur aversion/appétence au risque. Parmi ces intervenants, certains sont des spéculateurs !

Or la spéculation se retrouve régulièrement au banc des accusés : elle est accusée de déstabiliser les cours des titres, d'être à l'origine de bulles, et de donner lieu à des enrichissements "indus". Si la spéculation est effectivement inutile et nocive, elle doit être interdite. Problème : il n'existe pas de **définition** précise de la spéculation et donc encore moins de spéculation excessive.

Selon Shiller, la spéculation est une épidémie sociale dont la contagion est propagée par les prix. Une telle épidémie ne se produit donc pas uniquement sur les marchés financiers. Chacun a en mémoire la spéculation effrénée sur les bulbes de tulipes aux Pays Bas dans les années 1630, *i.e.* une spéculation sur un bien physique et sans marché organisé.

Une approche plus financière conduit à associer spéculation et **prise de risque**... mais la prise de risque est intrinsèque à toute activité économique. Quand une entreprise réalise un investissement, elle n'est pas certaine de sa rentabilité future. Un acquéreur de titres émis par une entreprise n'est pas certain non plus de sa rentabilité future. Quand cette acquisition s'effectue sur le marché primaire, il y a bien financement net de l'émetteur des titres. Mais les transactions sur le marché secondaire ne correspondent pas à un financement net, ni systématiquement à de la spéculation. En théorie, c'est la **durée de détention** des titres qui permet de distinguer un investisseur « financier » d'un spéculateur. En pratique, c'est plus compliqué ! Certes, un achat/vente en quelques millisecondes est une opération de spéculation, mais quelle est la durée nécessaire pour être qualifiée d'investissement financier ? Cette définition à l'aide d'un horizon temporel est arbitraire. Le décalage temporel entre investissement physique et financier est évident. Il est toutefois intrinsèque à la financiarisation des économies (la capitalisation boursière des actions est passée de 27% du PIB mondial en 1980 à presque 120% en 2007) et à la déconnection entre propriétaires et gérants de l'entreprise. Le progrès technologique et l'avènement du *trading* algorithmique ont accentué ce décalage temporel. La durée moyenne de détention d'une action à la bourse de New York est ainsi passée de 7 ans lors des années 1960 à 1 an en 2010... Inutile de préciser que l'écart type est élevé compte tenu de la durée de détention par les *traders* haute fréquence, durée mesurée en secondes. En supposant que le *trading* algorithmique ait accéléré le processus de transmission de l'information dans le prix des titres, on est en droit de s'interroger en termes d'analyse avantages/coûts sur le gain net de ce progrès technique compte tenu du coût des infrastructures pour l'ensemble des intervenants professionnels sur les marchés, y compris pour les superviseurs ! Quant au *trading* haute fréquence censé avoir contribué à l'amélioration de la liquidité des marchés mesurée par les écarts de cotation *bid/ask*, la question se pose sur l'utilité de ces cotations qui, le temps à un ordre d'arriver sur la plateforme de cotation, ont déjà changé....

Cependant, **la spéculation n'est pas systématiquement condamnable** : elle remplit certaines fonctions nécessaires, voire indispensables, au bon fonctionnement des marchés financiers. L'utilité économique de la spéculation porte tout d'abord sur sa contribution à l'efficacité des marchés (prix et liquidité). Adam Smith attribuait déjà à la spéculation un caractère stabilisant. Cette caractéristique suppose que les

spéculateurs sont des agents qui possèdent une information supérieure et connaissent la valeur fondamentale d'un actif qu'ils achètent quand il est sous-évalué et vendent quand il est surévalué. Dans les modèles économiques traditionnels avec anticipations rationnelles, la spéculation stabilise les cours (baisse de la volatilité). Dès les années 1990, des modèles ont cherché à s'affranchir du paradigme des anticipations rationnelles en intégrant des intervenants irrationnels, des comportements mimétiques des gérants de fonds, etc. La spéculation n'y est alors plus automatiquement stabilisante, ce qui reflète mieux la réalité. Par ailleurs, la liquidité est indispensable tant pour les émetteurs que pour les investisseurs : qui achèterait des titres sachant qu'il/elle aurait du mal à les revendre ? Enfin, dans la mesure où les spéculateurs ont une appétence élevée vis-à-vis du risque, compte tenu de l'aversion au risque des autres intervenants, la spéculation permet une réallocation plus optimale des risques entre les agents. Cette fonction de réallocation des risques est facilitée par l'existence de marchés dérivés – pour lesquels il est par ailleurs plus facile de définir la spéculation. Ainsi par exemple, pour les marchés à terme de marchandises, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) définit simplement comme opération de spéculation, toute opération qui n'est pas une opération de couverture *i.e.* une opération cherchant à minimiser le risque d'une position physique sur le marché au comptant.

Tout est finalement une question de proportion. La spéculation contribue à l'efficacité des marchés...jusqu'à un certain point. Elle ne peut donc être condamnée a priori sauf quand elle engendre des externalités négatives pour les autres agents économiques. Dans ce cas, on peut considérer que la **spéculation est excessive**. Peu de modèles s'interrogent sur la quantité socialement optimale de la spéculation. Il s'agit d'une question fondamentale, entre autres pour les régulateurs, mais d'autant plus délicate à traiter que les interventions politiques et celles de divers groupes de pression lui confèrent une dimension plus idéologique que scientifique.

Comment alors **réguler la spéculation**, à la fois mal définie et mal quantifiée mais indéniablement utile ? La taxe sur les transactions financières (appelée aussi taxe Robin des Bois) est un exemple de confusion des genres à effet pervers. La définition du périmètre des opérations taxables est spéculative, un certain nombre de « spéculateurs » s'étant métamorphosés en « *market-makers* » pour en être exemptés ; l'objectif est confus : réduire la spéculation ou bien taxer les profits issus de la spéculation ? Dans les deux cas ce n'est pas optimal : le manque d'harmonisation internationale donne lieu à des arbitrages réglementaires, voire à la création de nouveaux produits synthétiques non taxables, et à la délocalisation des transactions ; et donc à une réduction de l'assiette fiscale. Réduire efficacement la proportion de spéculation jugée excessive, requiert de **réduire l'effet de levier**. Par exemple, sur les marchés dérivés, où l'essentiel de la spéculation s'effectue, du fait même de l'effet de levier, cela consisterait à augmenter les dépôts de garantie, voire de renforcer les limites de position. Pour les *hedge funds*, cela consisterait aussi à limiter l'effet de levier autorisé. Les régulateurs ont enfin compris l'importance de l'effet de levier pour les institutions financières. Il est temps d'élargir le champ d'application de ce type de régulation si l'on cherche à réduire l'activité de spéculation. Et plus globalement revoir la réglementation comptable et fiscale afin de mettre fin aux incitations au court-termisme qui polluent la véritable fonction de la finance : financer l'économie réelle.