

Les sociétés multinationales spéculent-elles sur le marché des devises?

Autor(en): **Marmier, Jacques**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **36 (1978)**

Heft 2

PDF erstellt am: **15.05.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-138130>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Les sociétés multinationales spéculent-elles sur le marché des devises ?

Jacques Marmier,
D^r ès sciences économiques,
Lausanne

Les sociétés multinationales sont-elles des organismes à la mesure de l'homme? Ou sont-elles des constructions si impénétrables qu'il faille les considérer comme déshumanisées, agissant au moyen d'un savoir et de méthodes qui échappent à notre entendement individuel? Tout en traitant un autre sujet dans ce texte, nous nous attacherons à mettre en lumière les procédures internes des grandes sociétés, à démontrer que chaque action est entreprise sur l'ordre d'un responsable et que celui-ci est soumis aux règles de sa nature humaine comme tout un chacun.

Parmi les critiques adressées aux sociétés multinationales (SMN), celle de la spéculation sur le marché des devises a retenu notre attention. Voyons d'abord comment s'expriment ces critiques, qui prennent souvent la forme d'attaques.

Sous le titre «Une charte pour contrôler les SMN», le *Journal de Genève*, dans son édition du 27 octobre 1975, rapporte l'esprit de la Confédération internationale des syndicats libres (CISL) de Mexico. On y lit notamment: «Quant aux mouvements de capitaux à court terme qui ont été l'arme des multinationales ces dernières années, ils doivent, d'après la CISL, être soumis à un accord international sur un nouveau système monétaire permettant aux gouvernements de ne pas perdre le contrôle de l'économie de leur pays en raison de la spéculation. Cette charte doit être présentée à l'ONU et à certaines de ses institutions spécialisées (OIT, CNUCED, FMI, GATT). La CISL espère qu'elle pourra servir de base à des conventions internationales obligeant les Etats membres de l'ONU à introduire la législation nécessaire à un contrôle effectif des multinationales.»

La publication *Europe* du 8 novembre 1975 rapporte un avis très voisin dans l'article intitulé: «Les syndicats suédois veulent un contrôle plus strict des multinationales.» Parmi les propositions de lutte contre les abus, relevons celle-ci: «La Banque Centrale devrait pouvoir interdire les mouvements de capitaux spéculatifs. Eventuellement, il faudrait modifier les règles de l'OCDE sur la liberté des mouvements de capitaux.»

Enfin dans la «Réponse du Conseil fédéral aux interpellations sur l'affaire de Chiasso», l'*Agefi* du 23 juin 1977 rappelle la motion déposée par une conseillère socialiste, motion qui vise à améliorer le contrôle des banques afin d'assurer la protection des créanciers et à empêcher les «pratiques illicites», notamment la spéculation sur le marché des devises.

Penchons-nous sur le fond de la critique. Les SMN sont accusées de pratiques illicites, spécialement au titre de la spéculation sur le cours des monnaies. La presse rapporte encore d'autres accusations selon lesquelles ces spéculations pourraient mener certaines économies

nationales au bord de la banqueroute. Pour lutter contre ces spéculations, les solutions proposées consistent à restreindre les possibilités d'action des SMN et à leur opposer des mesures de plus en plus restrictives de la part de l'Etat.

Le marché des devises, déjà loin d'être un marché libre, devrait être ainsi ramené à une place d'échange contrôlée par les bureaucrates de l'Etat.

L'enjeu est trop important pour accepter le passage d'une économie de marché à une économie dirigiste, si les raisons de ce changement ne sont pas impératives. Essayons donc de comprendre ce que sont ces spéculations et quelle peut être leur portée, sur un plan national comme sur le plan international.

1. LA SPÉCULATION

Le sens commun qu'a pris ce terme s'écarte sensiblement de sa définition originelle. Du latin «speculari» (observer), la spéculation est définie par Littré dans six sens différents; seul le cinquième sens a trait à une action commerciale; même dans ce sens, la spéculation n'est définie que comme «calculs, projets, entreprises de finance, de banque...»

G. Pasqualagi, dans le *Dictionnaire des Sciences économiques*, distingue adroitement les deux interprétations modernes du mot. Selon la première interprétation, il s'agit d'une action stabilisatrice sur un marché donné. L'inadaptation momentanée entre la demande et l'offre engendrerait des fluctuations erratiques du prix de marché si la spéculation n'égalisait les forces en jeu. Ici la spéculation vise à tirer profit d'un déséquilibre passager; mais elle a, pour conséquence sur le marché, un effet positif d'équilibrage. Sur le marché des devises, cette action porte plus couramment le nom «d'arbitrage».

La deuxième interprétation, adoptée entre autres par des moralistes et socialistes dirigistes, donne à la spéculation un sens négatif. Il s'agirait d'une manœuvre visant à agir sur le prix de marché afin d'en tirer profit. Cette manœuvre serait condamnable puisque son auteur aurait les moyens et la connaissance suffisants pour rompre le jeu du marché libre dans le seul but d'enrichissement. C'est cette deuxième interprétation qui semble s'être imposée à l'esprit du public contemporain, raison pour laquelle le terme de spéculation a pris un sens péjoratif.

A la lumière de ces définitions, on peut assimiler les attaques citées à des reproches adressés à des financiers sans scrupules, opérant sur le marché des devises pour le compte des SMN (leur employeur), dans le seul but du lucre, et aux dépens des pays d'appartenance de ces devises.

2. POSSIBILITÉS ET LIMITES D'ACTION DES SMN

Les SMN sont dites «puissantes» et, parce qu'elles gèrent un volume d'affaires important, elles conviennent parfaitement comme boucs émissaires responsables des malheurs de certaines nations. Mais analysons les moyens dont elles disposent pour «spéculer» sur le marché des devises. Quatre techniques principales sont envisageables.

Engagement des liquidités

Supposons qu'une société décide d'intervenir sur le marché des devises en engageant ses avoirs liquides. Il importe de bien mesurer les sommes d'argent immédiatement disponibles des SMN. Généralement, les avoirs liquides des grandes sociétés se situent approximativement entre 5 et 10 % de leur chiffre d'affaires. De cela il faut probablement déduire plus des trois quarts en raison des sommes déjà placées à terme, des utilisations prévues dans un proche avenir et du minimum nécessaire au jour le jour. En fin de compte les montants immédiatement disponibles se réduisent probablement à moins de 3 % du chiffre d'affaires de la plupart des SMN.

En engageant ses avoirs immédiatement disponibles sur une devise, la société ne peut espérer qu'une hausse du cours de cette devise. La société achète la devise et attend que le cours monte suffisamment pour la revendre.

Ce genre d'action est improbable. Le responsable appelé à prendre la décision n'aura certainement pas l'audace ou la témérité nécessaire (ce responsable, que nous appellerons «trésorier», doit généralement en référer encore à une instance supérieure de l'entreprise).

En principe, les liquidités d'une société doivent être rapidement à disposition. Si le cours de la devise achetée ne monte pas comme espéré mais baisse, il faudra «rapatrier» un moindre montant de liquidités. On peut imaginer l'embarras du trésorier lorsqu'il devra justifier devant ses supérieurs la perte d'une partie de ses liquidités dans une opération spéculative. Si les avoirs liquides ne sont pas destinés à couvrir les besoins au jour le jour, ceux-ci seront normalement investis en placements à échéance fixe de 1 mois à 12 mois, éventuellement plus. Le rôle du trésorier consiste alors à tirer le rendement maximum de ces placements. Pour spéculer, il faut placer les fonds sur une devise que l'on suppose s'apprécier prochainement. Deux problèmes surgissent en ce cas: garantir la hausse de la devise convoitée (même risque que précédemment) et garantir un meilleur rendement. Or, une devise considérée comme forte (Fr., DM) offre généralement un taux d'intérêt inférieur aux devises considérées comme faibles. Il en résulte un risque additionnel quant au résultat final de l'opération.

En conséquence, le produit de la probabilité de hausse de la devise considérée par le résultat positif espéré, est inférieur au produit du risque de baisse par le résultat négatif non acceptable. Les techniciens diraient que l'espérance mathématique de l'opération est trop faible. Les trésoriers des grandes sociétés connaissent bien ce raisonnement, que la sagesse populaire a résumé dans l'expression: le jeu n'en vaut pas la chandelle.

Les opérations à terme

Cette technique consiste à contracter aujourd'hui un achat ou une vente de devise qui déploiera ses effets à une échéance convenue. Sur un marché libre, le cours de la devise à terme est une fonction directe du cours au comptant et de la différence des taux d'intérêt pour le terme envisagé. La personne qui veut profiter d'une hausse à venir d'une devise déterminée peut acheter cette devise à terme. Le contrat sera gagnant, à l'échéance, si le cours comptant est supérieur au cours du contrat.

A contrario, il faut vendre la devise dont on suppose la dépréciation. A l'échéance, le contrat sera gagnant si le cours au comptant de la devise se situe à un niveau inférieur à celui du contrat.

Ces opérations s'appellent des achats (ou des ventes) «outright», ou «solo» ou encore «à terme sec», par oppositions aux opérations «swap».

Quel usage les SMN peuvent-elles faire de ces opérations? La réponse s'impose d'elle-même: vendre à terme les devises que l'on dit sujettes à une dévaluation et acheter celles qui s'orientent à la hausse. Tout le problème réside dans la justesse de l'appréciation.

Ces dernières années, le marché des devises a évolué d'une manière si aléatoire que le problème de la prévision du cours de change est à lui seul extrêmement difficile. Nombre d'entreprises ont conclu des opérations à terme sec (pour des raisons que nous verrons mais qui n'ont rien à voir avec la spéculation) et ont subi de lourdes pertes.

Par ailleurs, les banques centrales sont intervenues de plus en plus fréquemment pour inverser l'orientation du cours de leur devise. Les instituts d'émission ont imposé des limitations sur le marché à terme, mesures conjuguées à des achats ou des ventes au comptant et des manipulations des taux d'intérêt. Toutes ces actions ont permis de redresser le cours de certaines devises dont on attendait la dévaluation. Il en est résulté des pertes pour les vendeurs à terme. En conséquence, l'aggravation du risque sur les opérations à terme incite les trésoriers des grandes entreprises à beaucoup de prudence.

Emprunts et prêts selon la devise

Cette technique consiste à emprunter dans les monnaies considérées comme faibles et à placer les fonds obtenus sur une devise estimée forte. Le coût de l'opération est tout à fait comparable à celui des achats ou des ventes à terme sec.

Ce procédé appelle les mêmes remarques que le précédent. Toutefois il comporte un inconvénient de plus, du fait de son manque de souplesse; il n'est en effet guère aisé de résilier un contrat de prêt ou d'emprunt d'un jour à l'autre, tandis qu'un contrat de change à terme peut être compensé instantanément par un contrat opposé pour la même échéance (la perte ou le gain déjà réalisé sera alors fixé en fonction du cours actuel, quelle que soit l'évolution à venir jusqu'à l'échéance des contrats).

Leads and lags (Paiements avancés ou retardés)

Cette technique ne s'applique qu'à des transactions effectives à court terme. Le principe consiste à accélérer les paiements qui nécessitent l'achat d'une devise forte contre une devise faible, ou à retarder la vente d'une devise forte pour acquitter une dette en devise faible. Au niveau d'un groupe multinational, il y a en quasi-permanence un paiement auquel cette technique peut s'appliquer. Contrairement aux contrats de change à terme, le profit ou le coût d'une telle opération ne se reflète habituellement pas dans un poste spécial du compte de PP; en cas d'erreur, c'est-à-dire si le résultat de l'opération est un coût, le responsable qui a donné les instructions (d'accélérer ou de retarder un paiement) n'aura certainement pas ou que peu de justification à fournir. Le résultat n'est pas apparent. Est-ce à dire que cette technique est très utilisée? Probablement pas. Les livraisons sont toujours assorties d'un délai de paiement. Pour accélérer le versement du débiteur, il serait nécessaire de lui donner un avantage appréciable afin qu'il accepte la charge additionnelle d'intérêt. Le gain espéré serait perdu d'emblée. Et lorsque la monnaie d'un Etat est en danger, les autorités compétentes s'empressent de relever le loyer de l'argent, ce qui rend les «leads & lags» fort coûteux; les termes des paiements internationaux sont aussi soumis à examen, et les abus, s'il en est, sont rapidement dénoncés puis supprimés.

Il existe d'autres variantes d'action sur le marché des changes à terme. Quelle que soit la méthode choisie, elle revient toujours à accepter le prix de la différence d'intérêt dans l'espoir que la différence de change à l'échéance, lui sera supérieure. Toutes les méthodes se heurtent au problème des taux d'intérêt élevés sur les devises dites faibles, ce qui rend les opérations coûteuses en plus de leur caractère hasardeux. Enfin, relevons que ces dernières années les banques centrales ont perfectionné leurs techniques d'intervention et qu'elles s'ingénient à décourager les opérateurs à terme, quels qu'ils soient.

Les considérations liées aux techniques décrites avaient pour but de faire comprendre pourquoi, au sein d'une SMN, les responsables appelés à décider ne désirent pas s'engager inutilement sur le marché à terme. Ce marché existe cependant et de nombreuses sociétés y opèrent. Quelle en est donc la raison?

3. ACTIONS DE PROTECTION CONTRE CERTAINS RISQUES DE CHANGE

Il ne semble pas exagéré d'affirmer que la prudence est le principal mobile qui pousse un trésorier à opérer sur le marché des devises à terme. Contrairement aux banques (qui peuvent librement décider de leurs «positions» sur chaque devise), les entreprises industrielles sont obligées d'accepter des positions «longues» et «courtes» en différentes devises, à intervalles plus ou moins réguliers. Une société a une position dite longue si elle dispose ou disposera d'avoirs liquides sur une devise. Sa position est dite courte si elle doit payer ou devra payer un montant en devise. Dans le premier cas, la société sera amenée, à un moment ou à un autre, à vendre sa position longue contre la monnaie dans laquelle elle tient ses livres ou dans laquelle elle a une position courte. Dans le second cas, la société devra acheter la devise envisagée.

Les SMN ont automatiquement des positions longues ou courtes sur les différentes devises avec lesquelles elles travaillent. Mais les entreprises nationales, même petites, ont aussi des positions, engendrées par l'existence d'actifs et de passifs monétaires (ou quasi monétaires) en devises, par l'achat de matières payables en devises et par les ventes à l'étranger (en devises). Les entreprises de notre pays, en particulier, connaissent bien cette situation. Au niveau d'une SMN, le problème est amplifié par l'internationalisation des diverses subsidiaires et par les nombreux transferts intergroupes (transferts commerciaux, mais aussi transferts financiers, tels que remises de dividendes, de droits de licence, financement octroyé ou remboursé à la société mère ou à une subsidiaire étrangère, etc.).

Face à la complexité de la situation d'une SMN, la seule méthode logique d'approche du problème consiste à analyser régulièrement les différentes positions de change¹. Avant de prendre une décision, le trésorier doit déterminer:

- la position globale du groupe sur chaque devise (position nette, c'est-à-dire position longue moins position courte);
- l'évolution attendue du cours de change;
- les méthodes de protection possibles et leur coût.

A partir de ces informations (dont seule la troisième est donnée par le marché des devises), le trésorier doit décider les positions qui peuvent subsister sans mesures de protection et celles qui doivent être protégées, si cela est possible, et de quelle manière. Dans certains cas, le trésorier pourra décider de «couvrir» une position par un achat ou une vente à

terme. Ces cas sont généralement peu nombreux comparés au total des possibilités. La couverture systématique de tous les risques engendre des coûts prohibitifs, surtout envers le franc suisse dont les taux d'intérêt sont si bas. Il est donc erroné de croire qu'une SMN profite de sa situation pour « spéculer » sur le marché des devises. Généralement les responsables se bornent à limiter les pertes potentielles. Le *Bulletin financier suisse* du 21 mai 1976 rapporte les propos de M. P. Liotard-Vogt, président de Nestlé S.A. (à l'époque Nestlé Alimentana S.A.), lors de l'assemblée générale des actionnaires: « Evoquant la situation sur les marchés des changes, l'orateur rappelle que les revenus de Nestlé doivent provenir exclusivement de l'exercice normal de son rôle industriel. C'est dire que les dirigeants du groupe n'ont jamais songé un instant à rechercher des profits à partir d'opérations financières relatives aux écarts de cours sur les monnaies. Par contre, ils ont le devoir élémentaire de protéger la trésorerie en évitant, dans la mesure du possible, les pertes que trop souvent il faut subir à l'occasion de diverses dévaluations, officielles ou de fait, qui, successivement, atteignent un trop grand nombre de monnaies. »

4. FACTEURS INFLUANT SUR LE MARCHÉ DES DEVISES

Dans le système de taux de change flottant, il est très difficile de déterminer avec précision le rôle joué par chaque facteur sur le niveau des cours. Parmi les principaux facteurs couramment cités, les deux plus importants sont, à notre avis, des chiffres liés aux économies nationales: le solde de la balance des paiements et le niveau relatif du taux d'inflation. Ces deux facteurs, pour essentiels qu'ils soient, ne doivent pas nous faire oublier les autres, plus modestes, qui viendront peut-être renforcer une opinion déjà établie sur l'évolution d'une devise. Parmi ces facteurs secondaires, relevons le niveau de l'intérêt, le taux de chômage, la politique budgétaire, la politique fiscale, l'évolution politique du pays et du gouvernement, l'évolution économique des principaux partenaires commerciaux et les nombreuses nouvelles qui influencent au jour le jour le marché des devises. Parmi ces nouvelles, nous ne prendrons que deux exemples pour illustrer l'extrême volatilité du marché: d'abord la décision de la Banque du Japon, le 17 novembre 1977, de stériliser la moitié des avoirs en yens sur les comptes bancaires de non-résidents (le cours a progressé en quelques heures de 243 à 248 yens pour un dollar, puis est revenu à 246 en fin de journée); ensuite, les propos contradictoires échangés publiquement aux Etats-Unis entre M. Burns (alors président du Federal Reserve Board) et M. Blumenthal (secrétaire au Trésor); cette « open mouth policy » a eu des effets très sensibles sur le cours du dollar, tantôt à la hausse (propos de M. Burns) tantôt à la baisse (propos de M. Blumenthal).

Tous ces facteurs ont une influence sur le cours des devises et nul ne peut connaître à l'avance les informations, vraies ou fausses, qui nous parviendront demain. Toutefois, il convient de distinguer les facteurs influant à long terme (données macro-économiques) des facteurs influant à court terme (telle la décision de la Banque du Japon).

La publication de chaque chiffre effectif concernant une nation, parfois même de simples prévisions, les déclarations d'hommes politiques ou une quelconque nouvelle économique ou financière d'importance peuvent susciter une vague d'achats ou de ventes d'une devise. Les capitaux flottants, tels les pétro-dollars, peuvent par exemple se déplacer d'une position sterling à une position dollar en l'espace de quelques heures. Les banques, obligées de gérer leurs positions en permanence, sont contraintes dans ces cas d'arbitrer très rapidement des sommes parfois volumineuses². Comment les SMN pourraient-elles, dans ces

conditions, tirer parti de leur situation par des opérations spéculatives? Techniquement cela semble très difficile et de surcroît dangereux.

5. RAPPORTS DE FORCE SUR LE MARCHÉ DES CHANGES

Enfin, et bien que cela ne soit pas une preuve, penchons-nous sur la question des forces en jeu sur le marché des devises. Nous ne connaissons pas de statistiques sur le volume du marché des changes en Europe. Aux Etats-Unis par contre ³ une étude du Federal Reserve Board portant sur 44 institutions bancaires fait ressortir les chiffres suivants, pour le mois d'avril 1977: le marché des changes, pour ces institutions, représente 5 milliards de dollars par jour ⁴. Ce montant se répartit comme suit:

- 55 % sont des opérations au comptant (dont les 92 % sont échangés entre banques et 8 % seulement avec la clientèle);
- 40 % sont des opérations swap;
- 5 % sont des opérations à terme (en 1969, la proportion était voisine de 12 % du marché total).

A la lecture de ces chiffres, on peut déduire que le volume des opérations au comptant sur ordre des clients se chiffre à moins de 4 1/2 % du volume total des opérations, et que les opérations à terme ne dépassent pas non plus 5 %. Quant aux opérations swap, elles n'engendrent pas de fluctuations du cours des devises. Comme les SMN ne représentent qu'une partie de la clientèle des banques, force nous est d'en déduire qu'elles ne peuvent avoir qu'un effet très limité sur le marché des changes et sur l'évolution du cours des devises. Or la définition de la spéculation, dans le sens péjoratif, présuppose la possibilité de pouvoir agir sur le prix de marché.

CONCLUSION

Nous avons vu que les SMN ont effectivement certains moyens de «jouer» sur le marché des changes, mais que l'effet sur le cours des devises ne peut être que modeste et que les opérations qualifiées de spéculatives sont hasardeuses. Le caractère humain, par ailleurs, montre une grande constance à rechercher le maximum de profit avec le minimum de risques. Il en résulte généralement une attitude de prudence de la part des trésoriers des grandes sociétés; ceux-ci sont tentés de suivre une politique modérée, quitte à se contenter d'un moindre rendement de leur trésorerie.

Toutefois les SMN ne sont pas entièrement passives face aux risques de dépréciation de leurs avoirs ou de leurs revenus en devises. Dans certains cas, les positions exposées à de trop grands risques sont protégées au moyen d'une technique ou d'une autre.

En conséquence, la simple existence de contrats de change à terme ou d'ordres de transferts de fonds d'une devise à une autre ne permet pas de soupçonner une spéculation. Il faut encore connaître les raisons qui ont motivé l'opération pour distinguer entre spéculation et saine gestion. Ce point est capital.

A notre avis, les accusations portées dans ce domaine contre les SMN ne résistent donc pas à l'examen. Il nous semble plutôt que les détracteurs, en ignorance de cause, ajoutent ce grief à leurs critiques envers les SMN et par là à notre système économique. Le problème se pose alors en termes politiques. C'est ce que laissait déjà comprendre l'appartenance économique et politique des auteurs des accusations citées.

¹ Voir à ce sujet: «Cambisme d'Entreprises», de Michel Delrue-Quiot, dans le *Management*, janvier 1973.

² Depuis l'affaire Herstatt, la plupart des banques ont établi des règles internes déterminant l'engagement maximum sur chaque devise; le volume des positions a ainsi été ramené dans des limites étroites.

³ Voir l'*Agefi* du 13 juillet 1977. Nous ne disposons pas d'autres statistiques.

⁴ D'autres sources privées font état d'un volume journalier de 10 à 20 milliards de \$ par jour sur la place de New York. A Londres, le volume oscillerait entre 30 et 55 milliards de \$ par jour.