



La bourse de Chicago (Chicago Board of Trade) joue le rôle de place de référence pour les céréales américaines, comme le blé ou le maïs.

Marchés à terme La financiarisation des marchés des matières premières amplifie la volatilité

La multiplication des produits financiers répliquant les fluctuations de prix des marchés à terme des matières premières a décuplé l'intérêt des fonds d'investissement pour ce secteur. En parallèle, une véritable industrie de la gestion du risque a vu le jour. Deux processus qui, aujourd'hui, contribuent à accroître la volatilité des produits agricoles.

Souvent accusés d'être responsables de la flambée des prix des matières premières, les spéculateurs ne sont pourtant pas nouveaux sur les marchés à terme agricoles. Dès la création de ceux-ci, soit à partir de 1860 aux États-Unis, les négociants en ont eu besoin pour couvrir leurs risques. Pourquoi ? N'ayant pas de marchandises physiques à protéger, les spéculateurs n'ont pas le même comportement que les professionnels du secteur et rendent donc possibles les échanges : ils génèrent de la liquidité. Avec le développement de la finance moderne et l'apparition d'instruments adossés aux marchés à terme, les produits OTC (*encadré*), l'intérêt des spéculateurs pour les matières premières agricoles a largement

augmenté. Avantage de ces nouveaux produits : leur permettre de profiter des variations de prix sans avoir à supporter les lourdeurs de l'encadrement sur les marchés à terme (référencement, limitation des volumes d'investissement, appels de trésorerie...).

De nouveaux acteurs financiers

Afin de diversifier leurs actifs et de mieux répartir leurs risques, les fonds d'investissement se sont positionnés sur les marchés dérivés des produits agricoles au travers de paniers de matières premières ou indices, réunissant produits agricoles mais aussi métaux ou pétrole. Se sont également mis en place des produits de

type actions ou obligations répliquant les variations de prix sur le marché à terme, donc les risques et les rémunérations (trackers ou ETF « exchange traded funds »).

Ces produits neufs ont amené de nouveaux acteurs sur les marchés agricoles, tels que compagnies d'assurances, fonds de pension, ou particuliers.

Ces produits neufs ont amené de nouveaux acteurs sur les marchés agricoles, tels que compagnies d'assurances, fonds de pension, ou particuliers.

Des « swap dealers » se sont par ailleurs développés afin de proposer des produits « sur mesure », toujours bâtis sur la réplique des

variations des cours des marchés à terme, donnant lieu, dans le milieu des années 2000, à la création d'une véritable industrie de la gestion du risque prix sur les

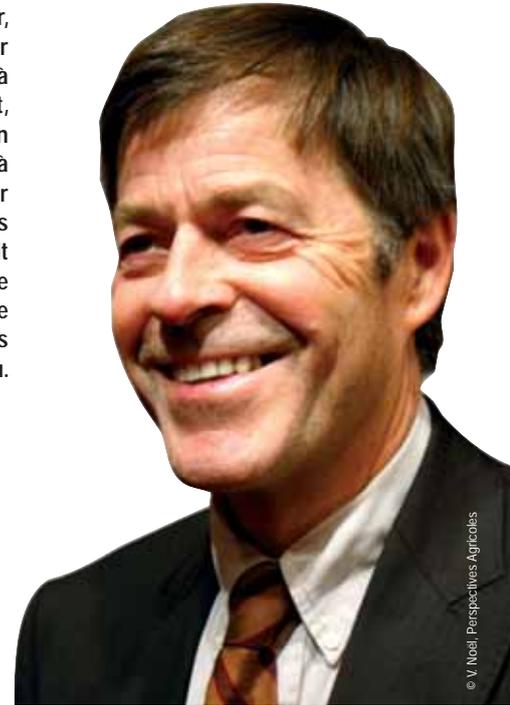
marchés dérivés des matières premières agricoles. Les banques ou les grandes maisons de négoce international s'y sont lancées, offrant à leurs clients opérateurs physiques, des outils assurantiels. Bilan, depuis 2006, les opérateurs non commerciaux ont fortement augmenté leurs investissements sur les marchés à terme des matières premières...

35 milliards de dollars dans les produits agricoles

Sont-ils oui ou non à l'origine de la hausse des prix sur les marchés à terme ? C'est l'une des questions à laquelle a tenté de répondre une étude présentée en octobre 2011, réalisée par Jean Cordier, de l'Agrocampus Ouest, et commanditée par Pluriagri (1). De fait, absents du

marché des matières premières au début des années 90, les fonds privés d'investissement y détenaient en 2008 autour de 250 milliards de dollars, un chiffre resté à peu près identique en 2010 selon cette étude. 8 % de ce montant concernait des produits ou des fonds indiciaires spécifiques à l'agriculture. Au total, les fonds auraient donc quelques 35 milliards placés dans les matières premières agricoles (maïs, sucre, café, cacao...). Dès 2008, économistes et professionnels se sont interrogés sur leur influence. Pour Michael Masters, gérant d'un fonds spéculatif écouté par le congrès américain, cela ne fait pas de doute : ils poussent les prix à la hausse. Indifférents aux variations de cours, puisqu'ils ne détiennent pas de matières premières en tant que tel, ces investisseurs se positionnent selon lui presque en permanence

Pour Jean Cordier, professeur d'économie à l'Agrocampus Ouest, une régulation des marchés à terme fondée sur les seuls marchés agricoles ne serait pas appropriée compte tenu de la complexité des mécanismes en jeu.





© V. Noël, Perspectives Agricoles

« *Faits sur mesure, les produits OTC permettent aux opérateurs commerciaux d'avoir accès à des tailles et des échéances non standards, à des produits optionnels...* », explique Nicolas Habert, professeur et consultant spécialiste des marchés des matières premières.

Qu'appelle-t-on un produit « Over-the-counter » ou OTC ?

Nicolas Habert : C'est un contrat financier négocié de gré à gré entre deux opérateurs. Il ne s'agit donc pas d'un contrat de commercialisation donnant lieu à un flux physique de marchandises, ni d'un produit négocié sur un marché listé tel qu'un marché à terme qui regroupe futures et options. Comme ces derniers, un produit OTC reste néanmoins un outil de couverture. Un OS qui veut couvrir les 500 tonnes de blé qu'il vient d'acquérir peut prendre une position vendeuse sur le marché à terme via un contrat « future » ou une option. Mais il peut aussi faire appel au marché OTC et signer un contrat de « swap » auprès d'un « swap dealer » pour un montant de 500 t. Dans le cas d'un swap simple, cela revient, moyennant une commission laissée au swap dealer, à ce que ce dernier lui fasse bénéficier d'une hausse du marché à terme si elle survient pendant le temps du contrat, ou au contraire à devoir verser au swap dealer la perte équivalente à la baisse du marché. Dans le cas d'une option sur swap ou swaption, l'OS bénéficiera d'une hausse du marché mais n'aura rien à régler en cas de baisse. Des produits structurés peuvent être créés à partir des OTC : ils donnent lieu à des flux financiers qui obéissent à une formule de prix complexe. Ce peut être, par exemple, un prix minimum garanti avec un intéressement à la hausse plafonné.

Témoignage

« Un produit OTC reste néanmoins un outil de couverture »

Le 2 novembre lors d'un débat organisé à Paris par Pluriagri, Nicolas Habert, professeur et consultant spécialiste des marchés des matières premières, a fait le point sur les différents outils de couverture de risque prix et en particulier sur les produits OTC. S'ils ont l'avantage d'être souples et polymorphes, ils présentent également moins de garantie que le marché à terme classique.

Quels sont les avantages de ces produits OTC ?

N. H. : Faits sur mesure, ils permettent aux opérateurs commerciaux d'avoir accès à des tailles et des échéances non standards, à des produits optionnels... En fait, les opérateurs peuvent obtenir via ce marché un produit sophistiqué adapté à leur risque spécifique. Le système évite entre autres les avances de trésorerie, indispensables dans le cadre du marché à terme qui dispose de mécanismes de sécurité garantissant les transactions comme les appels de marge ou les dépôts de garantie. Les produits OTC offrent également la possibilité de traiter des risques de montant nominal élevé, que la liquidité du marché à terme ne permet pas de traiter immédiatement. Comme il n'est pas transparent, ce marché permet aussi de garder la confidentialité des

Les produits dits « OTC » permettent notamment de se protéger contre une baisse des cours.



© N. Cornec

transactions. Ces produits séduisent en tout cas les entreprises, qui sont allés en chercher auprès des spécialistes.

Beaucoup moins réglementés que les marchés à terme, ces produits apparaissent également plus risqués. Quelles en sont les limites ?

N. H. : Quand il achète un produit OTC, l'OS passe son risque au swap dealer. Celui-ci n'intervient pas sur le marché physique et couvre son propre risque grâce au marché à terme ou à un autre produit adossé au marché à terme. Il existe aujourd'hui toute une industrie de la gestion des risques, qui peuvent être répliqués plusieurs fois. Le débat porte actuellement sur le manque de lisibilité, de transparence de ces produits. Or il y a eu la crise des subprimes, où des montagnes de produits OTC peu lisibles ont mis en péril les institutions financières et ont constitué une source de risque symétrique. Des dérapages ont par ailleurs été constatés sur les produits de gestion de change et de taux associés à certains prêts aux collectivités locales. On sent bien qu'il y a des frontières à mettre. Il ne faut pas pour autant réduire l'espace des solutions de gestion de risque prix demandées par des opérateurs commerciaux. Il va falloir mettre en place des réglementations... mais elles devront être suffisamment souples et réactives pour répondre à la créativité de l'ingénierie financière qui s'adapte à la demande évolutive des acteurs des filières commerciales.

Propos recueillis par Valérie Noël

Cette interview est parue une première fois le 6 novembre sur le site www.vvoir.fr.

comme des acheteurs. Ils sont dits « long only ». En plus, ils se doivent d'équilibrer sans cesse leurs actifs. Dans leur portefeuille, chaque produit représente un pourcentage fixe de leur investissement. Si le cours de l'un d'eux augmente, sa part progresse mécaniquement et il faut procéder à un rééquilibrage. Autrement dit, une hausse ou une baisse du prix de l'énergie ou d'un métal précieux peut entraîner une opération sur les contrats à terme des produits agricoles... Et ce, quelle que soit la conjoncture sur ces derniers. Un raisonnement invalidé par une partie du monde académique, pour qui l'activité des fonds d'investissement sur les marchés à terme agricoles ne sont pas la cause de la volatilité sur les produits sous-jacents.

Les prix à terme du maïs influencés par les fonds or ou pétrole

Fondé sur l'analyse empirique des données publiques 2006-2010 concernant la capitalisation des principaux fonds et leurs positions sur les marchés à terme américains, le travail réalisé pour Pluriagri montre que les deux raisonnements coexistent. Principal résultat : les fluctuations du prix du maïs américain, du sucre ou du café sont liées aux flux de capitalisation sur l'or, le pétrole, ou certains indices (DBC, indice sur les commodités de la Deutsch Bank notamment).

Les flux de capitalisation sur le maïs n'influencent pas les prix du maïs.

Principal résultat : les fluctuations du prix du maïs américain, du sucre ou du café sont liées aux flux de capitalisation sur

Mais les corrélations ne sont pas directes : les flux de capitalisation sur le maïs n'influencent pas les prix du maïs, ce qui confirme les analyses académiques. D'autre part, il apparaît très difficile de classer les opérateurs. Aux États-Unis, quatre catégories existent (opérateurs commerciaux, swap dealers, fonds gérés et autres), encadrées par des règles fonction du comportement attendu des opérateurs. Sauf que dans les faits, ceux-ci ont très souvent des intérêts multiples... donc des comportements multiples.

Difficile régulation

Pour réduire les risques et la volatilité, c'est-à-dire en quelque sorte pour réintroduire des conditions de marché saines et loyales, une ré-

gulation est-elle nécessaire ? Oui, répondent aujourd'hui les autorités financières américaines et européennes qui chacune travaillent sur des textes législatifs. Aux États-Unis, il s'agit du Dodd Franck Act, initié en 2010, et en Europe de la révision des directives sur les marchés d'instruments financiers (Mifid) et sur les abus financiers (Mad) dont une première version a été proposée fin octobre 2011 par la Commission européenne aux Etats membres. Pour Jean Cordier, une régulation fondée sur les seuls marchés agricoles ne semble pas appropriée compte tenu de la complexité des mécanismes en jeu. Elle ne permettrait pas, notamment, de couvrir les problèmes liés aux relations croisées entre les flux de capitalisation et les variations de prix. Mais quelques règles pourraient permettre d'avancer, comme

l'interdiction faite aux fonds d'investissement de détenir des actifs physiques sur les marchés « spot » ou des contrats commerciaux de matières premières. Un moyen d'éviter qu'ils ne répliquent leurs risques sur le marché physique. Une meilleure information reposant sur des catégories d'opérateurs plus homogènes semble également importante. Davantage de visibilité sur le marché OTC apparaît aussi indispensable. Mais la route vers de telles mesures sera longue. ■

(1) Pluriagri est une association formée par le Crédit Agricole et les producteurs français de céréales, d'oléoprotéagineux, et de betteraves qui finance des études et des recherches prospectives en agriculture.

Valérie Noël

v.noel@perspectives-agricoles.com



Sur le marché à terme américain, les fluctuations de prix du maïs sont davantage dues aux mouvements de capitalisation sur l'or ou sur le pétrole qu'à ceux intervenant sur le maïs lui-même.