



LES SPÉCULATEURS DE LA FAIM

Comment la Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co
spéculent sur les denrées
alimentaires au détriment des plus pauvres

TABLE DES MATIÈRES

04	Préface
06	Idées et revendications
10	Revendications
12	I. Que fait le pain à la bourse ?
16	II. Le casino mondial des matières premières
16	L'argent et les céréales, une longue histoire
18	FONCTIONNEMENT DES FUTURES
23	La révolution financière
24	FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS DE FUTURES
27	La naissance des fonds indiciels sur les matières premières
29	FONCTIONNEMENT DES FONDS INDICIELS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES
32	La grande dérégulation
38	III. Des prix et des preuves – le rôle de la spéculation dans le boom des matières premières
40	Les bons et les mauvais spéculateurs – quels sont les besoins de liquidités ?
46	Les marchés de futures (ne) sont (pas) des jeux à somme nulle – la célèbre thèse de Paul Krugman
51	Comment comparer des pommes à des poires, ou la difficulté d'apprécier l'impact de la spéculation sur les prix
55	Au-delà de l'offre et de la demande : le prix du pétrole brut dans le tourbillon des marchés de capitaux
59	Une course effrénée – les prix des céréales et le boom de la spéculation
64	Les spéculateurs de la faim
66	IV. Lutte de pouvoir autour du contrôle des prix : qui serre la bride aux spéculateurs sur les matières premières ?
66	Le G20, une gouvernance mondiale a minima
71	Wall Street contre Main Street : la lutte pour la réforme des marchés de matières premières aux États-Unis
76	PARENTHÈSE: OUTILS CONTRE LA SPÉCULATION SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES
80	EMIR, MiFID et ESMA : des tiraillements sur les marchés de matières premières au sein de l'UE
84	Bibliographie indicative

>> PRÉFACE

Environ un milliard de personnes souffrent de la faim et de la sous-alimentation dans le monde. Cela a des conséquences durables sur leur santé et les prive de perspectives d'avenir. Au cours de la seule année 2010, les prix des denrées alimentaires ont augmenté de 30 % et au moins 40 millions de personnes de plus ont sombré dans la pauvreté absolue. La même année, on a enregistré un autre record : à la fin mars 2011, les investisseurs en capital comme les assurances et les fonds de pension avaient investi 600 milliards de dollars dans des titres émis par des banques d'investissement et des hedge funds pour parier sur les fluctuations de prix des matières premières, notamment le maïs et le blé. Existe-t-il une corrélation entre ces deux évolutions ? Un secteur financier débridé nuirait-il à la vie et à la santé des populations les plus pauvres en faisant augmenter les prix des matières premières ?

foodwatch a souhaité vérifier ces suppositions et clarifier le débat en mettant à disposition une documentation fournie sur la situation actuelle et les arguments en présence. Le journaliste et spécialiste des finances Harald Schumann a donc été chargé d'examiner les grandes analyses disponibles sur le sujet, de s'entretenir avec les acteurs concernés, d'interroger différents scientifiques et de proposer une synthèse du débat actuel. foodwatch s'est ensuite appuyé sur ce travail pour formuler des revendications politiques concrètes.

Le rapport « Les spéculateurs de la faim – comment la Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co spéculent sur les denrées alimentaires au détriment des plus pauvres » présente des preuves accablantes sur la relation de cause à effet entre la spéculation opérée dans les bourses de matières premières d'une part et la hausse des prix des matières premières et l'augmentation de la faim d'autre part. Ces preuves sont suffisantes pour demander aux responsables politiques d'agir immédiatement. Il revient avant tout à l'Union européenne d'imposer des règles strictes au commerce sur les marchés de matières premières afin d'éliminer tout effet négatif sur l'approvisionnement alimentaire des populations. Cette régulation est une composante essentielle de la régulation de l'ensemble du secteur financier, qui s'impose depuis longtemps déjà.

Le gouvernement fédéral allemand doit clairement reconnaître la nécessité de telles mesures. Jusqu'à présent, il a évité de le faire et s'est plié non seulement au diktat du secteur financier, mais aussi aux intérêts des agriculteurs et des exportateurs de produits agricoles qui profitent des niveaux élevés des prix à la production. Le gouvernement allemand et les groupes de lobbying réfutent l'existence d'une corrélation entre la spéculation et la hausse des prix alimentaires, mais ils ignorent les nombreuses preuves probantes et sont incapables de prouver l'innocuité des activités spéculatives. Cette attitude est d'autant plus grave que des vies humaines sont en jeu. En outre, elle viole le principe de précaution, inscrit dans la Constitution européenne, qui exigerait que des mesures préventives soient prises dans une telle situation, et ce même si la science n'a pas encore fait toute la lumière sur le sujet.

Par le présent rapport, foodwatch souhaite encourager la Commission européenne ainsi que les gouvernements de l'Allemagne et des autres pays membres de l'Union européenne à prendre enfin les mesures nécessaires et à s'imposer face aux secteurs financier et agricole. Cette publication apportera également de nouveaux arguments au Parlement européen qui est majoritairement favorable à une réglementation stricte de la spéculation sur les denrées alimentaires. Elle aidera enfin le grand public à décoder un débat complexe et dominé par la langue technique des spécialistes. Car ce n'est qu'en multipliant le nombre de personnes informées de ce qui se passe dans les bourses de matières premières que l'opinion publique pourra faire efficacement pression sur les responsables politiques afin que ceux-ci s'imposent face aux intérêts des organisations les plus influentes.

Le présent rapport n'aurait pas pu voir le jour sans le généreux soutien financier de M. Alexander Szlovak de Hambourg. Qu'il en soit vivement remercié.

foodwatch e.V., Berlin, octobre 2011

LES SPÉCULATEURS DE LA FAIM

Comment la Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co spéculent sur les denrées alimentaires au détriment des plus pauvres

IDÉES

LES PRIX ÉLEVÉS DES DENRÉES ALIMENTAIRES ET LA FAIM DANS LE MONDE

1) Quand les populations sont obligées de consacrer 80 % de leurs revenus à l'alimentation – au lieu de seulement 10 à 20 % dans les riches pays industrialisés – les hausses de prix des céréales, du pain et d'autres aliments de base représentent une menace existentielle. Entre 2000 et 2011, le prix du blé, du maïs et du riz sur le marché mondial a connu, en tenant compte de l'inflation, une hausse moyenne de 150 %. Pendant la seule année 2010, la hausse des prix des aliments de base a condamné 40 millions de personnes supplémentaires à connaître la faim et à tomber dans la pauvreté absolue. Les spéculations sur les denrées alimentaires telles que le maïs, le soja et le blé sur les marchés des matières premières sont fortement soupçonnées d'avoir contribué à cette situation. Cela nous regarde tous. Car en déposant de l'argent sur un fonds de pension ou une assurance-vie, nous participons peut-être aussi, à travers notre prévoyance vieillesse, à la spéculation sur les prix des aliments. Bien que les banques et les assurances rejettent les soupçons qui pèsent sur elles, il y a de plus en plus de preuves solides indiquant que les placements financiers sur les marchés de matières premières et de denrées alimentaires contribuent à la faim dans le monde.

LES INVESTISSEMENTS EN CAPITAL SUR LES MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

2) Depuis le début du siècle dernier, les marchés de matières premières – des métaux jusqu'au pétrole brut en passant par le blé, le maïs et le soja – sont appréciés par les investisseurs en capital. L'augmentation de la population mondiale et la croissance économique internationale s'accompagnent d'une demande continue de matières premières ; le commerce de matières premières est donc une activité lucrative – c'est du moins ce que font miroiter les instituts financiers et ce qu'attendent les investisseurs. Les fonds de pension, les assurances, les fondations et un grand nombre d'investisseurs individuels ont ainsi investi plus de 600 milliards de dollars dans les bourses de matières premières.

LES BOURSES ONT BESOIN DE SPÉCULATEURS

3) Ces placements ne sont pas des prises de participation dans des entreprises de matières premières ou des exploitations agricoles. En fait, les investisseurs achètent des contrats à terme (appelés « futures »), c'est-à-dire des contrats d'achat et de vente de matières premières qui sont exécutés dans l'avenir. Traditionnellement, les fournisseurs et les transformateurs de matières premières se servent de ces contrats pour garantir les prix de leurs futures transactions. C'est pour eux la seule manière de faire des prévisions fiables avec des produits qui – comme les matières premières – sont soumis à de fortes fluctuations de prix. Un fabricant de pain, par exemple, peut réserver une livraison de blé dans six mois à un prix fixe pour ne pas craindre d'enregistrer des pertes. Pour que les acheteurs et les vendeurs trouvent toujours assez de preneurs et de fournisseurs pour les affaires à venir, le marché doit accueillir un nombre suffisant d'acteurs qui négocient uniquement ces contrats à terme, veulent en tirer des profits et ne sont pas du tout impliqués dans le commerce physique. C'est là le rôle des spéculateurs qui sont donc – dans une certaine proportion – indispensables au bon fonctionnement des marchés.

LA SPÉCULATION UTILE ET LA SPÉCULATION EXCESSIVE

4) La plupart des investisseurs actuellement présents sur les places boursières ne ressemblent pas à ces spéculateurs « traditionnels ». Leur volume d'affaires et leur stratégie d'investissement n'ont plus rien à voir ni avec les activités réelles des producteurs et des transformateurs de matières premières ni avec la nécessité de garantir les prix. Ces nouveaux investisseurs s'intéressent aux futures parce qu'ils représentent un investissement en capital rentable à long terme. La part des contrats à terme purement spéculatifs est ainsi passée d'environ 30 % autrefois à quelque 80 % aujourd'hui.

FAIRE FLAMBER LES PRIX EN TOUTE LÉGALITÉ

5) Les gouvernements américain et européens ont permis cette évolution en déréglementant le commerce des futures au début du siècle et en donnant aux « investisseurs-spéculateurs » un accès illimité aux bourses de matières premières. Cela a eu de graves conséquences. À l'origine, les marchés à terme ont été mis en place pour permettre aux producteurs et aux transformateurs de se protéger contre les fluctuations de prix. Ils n'ont pas été conçus pour servir aux investissements en capital et, en raison du volume limité des biens physiques échangés, ils n'y sont pas non plus adaptés. Maintenant qu'ils sont utilisés pour les investissements en capital, les futures, en raison de leur pouvoir sur le marché, génèrent une demande apparemment supplémentaire de matières premières sur des périodes relativement longues. Cela a finalement pour effet que les prix des matières premières sont plus élevés qu'ils ne le seraient en l'absence d'investissements spéculatifs.

LES PRIX NE REFLÈTENT PLUS LE RAPPORT ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE

6) L'apparition des investisseurs en capital sur les marchés des matières premières a lié ces derniers à l'évolution générale des marchés financiers. Des facteurs tels que le niveau des taux d'intérêt, le goût du risque ou bien les cours des actions influencent désormais les prix des matières premières, et ce indépendamment de l'évolution de l'offre et de la demande pour les biens physiques concernés. Cela ne signifie pas que de mauvaises récoltes, une baisse de la production de pétrole ou une augmentation de la consommation de biocarburants n'entraînent pas également des flambées des prix. Mais celles-ci peuvent dans une large mesure être renforcées et prolongées par les opérations des investisseurs financiers.

LES PRIX FUTURS DÉTERMINENT LES PRIX ACTUELS

7) Sur les marchés destinés au commerce physique, les offreurs et les demandeurs de matières premières se réfèrent aux prix des futures. Un producteur de céréales n'aura économiquement aucun intérêt à proposer ses marchandises à un prix nettement inférieur au prix que les futures lui garantissent un ou deux mois plus tard. Il serait également insensé pour un transformateur de céréales d'acheter aujourd'hui des marchandises qu'il sait pouvoir acheter moins cher dans un avenir proche. Les « prix spot », c'est-à-dire les prix pratiqués dans le commerce physique, suivent donc les prix des futures. Quand ces derniers augmentent en raison de stratégies d'investissement liées au marché financier, les prix des denrées alimentaires en sont directement affectés.

COMMENT LES PARIS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES FONT AUGMENTER LE PRIX DES ALIMENTS

8) Des économistes renommés, notamment le prix Nobel Paul Krugman, sont d'avis que les placements dans les futures sur les marchés de matières premières ne sont que des paris dans un jeu à somme nulle et qu'ils ne peuvent pas fausser les prix spot. Cet argument s'applique certes aux spéculateurs traditionnels, dont les activités commerciales suivent l'évolution de l'offre et de la demande de matières premières sur le marché physique. Mais il ne tient pas compte du fait que les spéculateurs qui suivent l'évolution du marché financier ne se comportent justement pas comme des spéculateurs normaux et que, indépendamment de l'évolution de l'offre et de la demande, ils achètent de façon continue et sur une période prolongée sans rien vendre – ce qui entraîne une hausse artificielle des prix des futures et donc aussi des prix spot. Les analyses scientifiques présentées dans le rapport, qui portent sur les données boursières américaines, font ressortir que l'augmentation des investissements en capital dans les bourses de matières premières est à l'origine d'une augmentation durable, allant jusqu'à 25 %, du prix des céréales, de l'huile alimentaire et de l'essence. Cette hausse touche particulièrement les populations pauvres des pays en développement dont l'approvisionnement alimentaire et énergétique est tributaire des importations et des prix sur les marchés mondiaux.

PARIS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES : LES BANQUES SONT TOUJOURS GAGNANTES

9) L'utilisation des marchés de matières premières pour les investissements en capital n'a aucune fonction économique. Contrairement aux placements sur les marchés des actions et des obligations, ces investissements ne servent pas à fournir du capital aux entreprises et aux États à des fins productives. Il s'agit plutôt de paris sur l'évolution de la valeur des matières premières. Les bénéfices perçus par les investisseurs sont pourtant relativement modestes et pourraient être au moins aussi élevés en recourant à d'autres stratégies d'investissement. En fait, les investissements en capital sur les marchés de matières premières servent avant tout les intérêts des instituts financiers et des groupes de places boursières qui, sans courir aucun risque, s'assurent systématiquement des profits par les commissions élevées qu'ils perçoivent. C'est pourquoi ces organisations n'ont aucun intérêt à ce que la situation actuelle change.

LES PREUVES NE MANQUENT PAS

10) Selon les gestionnaires du secteur financier, rien ne prouverait que les investisseurs financiers influencent l'évolution à moyen et long terme du prix des matières premières. Cette affirmation ne tient pas debout. Pour ce qui est du marché du pétrole brut, même les spécialistes du marché financier ne contestent plus l'existence d'une telle influence. Ne serait-ce que parce les fluctuations du prix du pétrole se répercutent directement, à travers les achats de carburant et d'engrais et à hauteur de quelque 25 %, sur les coûts de la production et de la commercialisation des céréales, l'influence des investisseurs financiers sur l'évolution du prix des matières premières est incontestable. Le rapport présente de nombreuses analyses empiriques et économétriques de spécialistes travaillant dans des institutions renommées et à l'université qui confirment que cette influence vaut aussi pour le secteur alimentaire.

UNE RÉGULATION S'IMPOSE POUR SAUVER DES VIES HUMAINES

11) foodwatch est d'avis que ces éléments sont à eux seuls suffisants pour interdire le mauvais usage des bourses de matières premières pour les investissements en capital. Même si les gestionnaires du secteur financier et les gouvernements ne les reconnaissent pas comme des preuves probantes, ils se doivent d'agir contre des innovations financières qui sont tout de même fortement suspectées de nuire à la santé de nombreuses personnes. Il revient en outre aux institutions européennes, notamment en vertu des droits fondamentaux garantis par l'UE, de réglementer la spéculation sur les matières premières. Le principe de précaution est énoncé dans les dispositions relatives à la protection de l'environnement du Traité de Lisbonne. En présence de preuves solides, ce principe implique d'agir de manière préventive pour protéger l'intégrité corporelle et la vie des hommes, même si la science n'a pas encore fait toute la lumière sur les liens de causalité. La protection de la santé humaine est explicitement stipulée dans l'article 191. En vertu du principe de précaution, la charge de la preuve doit être inversée concernant les effets des investissements en capital sur les prix des matières premières : il revient aux offreurs et aux négociants de prouver l'innocuité de leurs activités. Tant que les sociétés financières concernées n'en sont pas capables, les gouvernements et les autorités de surveillance sont juridiquement contraints de tout mettre en œuvre pour parer aux potentiels dangers que la spéculation sur les matières premières représente pour la santé et la vie des populations des pays en développement. En termes plus concrets, cela signifie que le commerce des futures sur les marchés de matières premières doit être strictement réglementé.

INTRODUIRE DES LIMITES DE POSITION

L'influence des investisseurs financiers sur l'évolution des prix des matières premières doit être limitée. Pour cela, le nombre absolu des contrats à terme négociés à des fins spéculatives doit être contrôlé, c'est-à-dire qu'il faut introduire des limites de position. En juillet 2010, le Congrès américain a déjà adopté une réforme des marchés financiers et chargé l'autorité de surveillance compétente de fixer de telles limites. Jusqu'à présent, l'Union européenne ne s'est pas dotée d'une telle législation. Mais la réforme prévue de la directive européenne relative aux marchés d'instruments financiers pourrait permettre d'imposer l'introduction de limites de position aux bourses de matières premières européennes. foodwatch invite donc le gouvernement fédéral allemand à soutenir la décision du Parlement européen à ce sujet et à exiger auprès de la Commission européenne et des gouvernements des autres pays membres que des limites de position efficaces soient introduites pour le commerce de futures sur les marchés de matières premières.

EXCLURE LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DU COMMERCE DE MATIÈRES PREMIÈRES

Il n'est pas du tout certain que les limites de position puissent à elles seules freiner suffisamment la spéculation. Pour qu'elles fassent effet, les autorités de surveillance doivent être en mesure de différencier les transactions exclusivement spéculatives et celles qui servent à garantir les prix dans le commerce physique. Cette différenciation est cependant de plus en plus délicate, car des groupes financiers tels que Morgan Stanley, la Deutsche Bank ou Goldman Sachs participent désormais au commerce physique, alors que des sociétés pétrolières comme Shell et BP ou de grands négociants de céréales tels que Cargill, Bunge et ADM font aussi des investissements financiers à des fins spéculatives sur les marchés de matières premières. Il est donc nécessaire d'« assécher » les sources de capital servant à la spéculation sur les matières premières. Les plus gros placements sont souscrits par des fonds de pension, des compagnies d'assurance et des gestionnaires de fondations. C'est pourquoi foodwatch invite la Commission européenne et le gouvernement fédéral allemand à introduire, à côté des conditions auxquelles les investisseurs institutionnels sont déjà soumis, une interdiction des investissements dans les produits dérivés sur matières premières.

INTERDIRE LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT ET LES CERTIFICATS SUR MATIÈRES PREMIÈRES

Les fonds communs de placement et les innombrables certificats émis par le secteur financier pour faire participer les investisseurs individuels à la spéculation sur les matières premières sont tout aussi douteux. Les fonds indiciels cotés, ou trackers (exchange traded funds, ETF), et les titres de créance cotés (exchange traded notes, ETN) représentent plus de 100 milliards de dollars et d'euros sur les marchés des matières premières – sans avoir aucune fonction économique. Ils font participer des centaines de milliers d'investisseurs à un jeu spéculatif éthiquement et juridiquement inadmissible qui a des effets catastrophiques pour les populations pauvres de nombreux pays dans le monde. foodwatch invite donc les législateurs européens à interdire au moins aux émetteurs de fonds de placement et de certificats sur les matières premières d'investir dans les matières premières agricoles et énergétiques.

LES BANQUES DOIVENT CESSER LEURS ACTIVITÉS SPÉCULATIVES SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES

Les grandes banques telles que Goldman Sachs et la Deutsche Bank ont été des acteurs majeurs dans l'introduction d'indices de matières premières et contribuent, à travers les différents fonds de placement sur les matières premières et les autres formules qu'elles proposent, à la hausse des prix dans les bourses de matières premières. foodwatch invite les grandes institutions financières à répondre à la responsabilité sociétale qu'elles se sont elles-mêmes attribuée : « agir autant que possible de manière socialement et écologiquement responsable » (Deutsche Bank, rapport RSE 2010). foodwatch demande aux grandes banques de renoncer dans leurs offres de placement, en guise de première mesure préventive, aux spéculations sur les matières premières agricoles telles que le soja, le maïs et le blé.

LES SPÉCULATEURS DE LA FAIM

Comment la Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co
spéculent sur les denrées
alimentaires au détriment des plus pauvres

Harald Schumann

I. QUE FAIT LE PAIN À LA BOURSE ?

Les prix du blé, du maïs et du riz ont augmenté de 150 % depuis l'année 2000. Pour les quelque deux milliards d'habitants des pays en développement qui doivent consacrer la majeure partie de leurs revenus à l'alimentation, cette hausse des prix engendre de graves restrictions et entraîne bien souvent des maladies ou la mort.

La souffrance est immense. À l'échelle planétaire, environ 1 milliard de personnes ne mangent pas à leur faim parce qu'elles n'ont pas d'assez d'argent pour acheter les aliments nécessaires. La malnutrition et les maladies qui en découlent représentent encore la principale cause de mortalité dans plus de 40 pays dans le monde. Et c'est avec une routine inquiétante que, presque chaque semaine, les gouvernements, les organisations d'aide et les institutions des Nations Unies alertent l'opinion publique que la situation continue de se détériorer. En effet, depuis l'année 2000, les prix des denrées alimentaires de base n'ont cessé d'augmenter sur les marchés mondiaux – sauf lors de la chute de la demande consécutive à la grande crise financière de 2008. Qu'il s'agisse des céréales, de l'huile alimentaire, du lait ou du sucre, les prix des principaux produits agricoles destinés à l'alimentation humaine, constatés sur les marchés mondiaux au printemps 2011, ont au moins doublé, en termes réels, par rapport à leur valeur dix ans plus tôt¹. Les prix des trois principales céréales, à savoir le blé, le maïs et le riz, ont même augmenté en moyenne de 150 % depuis l'année 2000. Dans les pays industrialisés, où la part des revenus que les ménages consacrent à l'alimentation est inférieure à 10 % et où le prix des produits agricoles ne représente qu'une part négligeable du prix de vente, cette augmentation n'a presque aucune importance pour la plupart des gens qui ne la remarquent généralement même pas. Ce n'est pas le cas des quelque deux milliards d'habitants des pays en développement qui doivent consacrer la majeure partie de leurs revenus à l'alimentation. Pour eux, la hausse des prix engendre de graves restrictions et entraîne bien souvent des maladies ou la mort.

Selon la Banque mondiale, les prix alimentaires auraient augmenté de plus de 30 % au cours de la seule année 2010, ce qui a condamné plus de 40 millions de personnes supplémentaires à tomber dans la pauvreté absolue. Robert Zoellick, le président de la Banque mondiale, a mis en garde que cette évolution fatale représentait une « mixture toxique de souffrances réelles favorables à l'agitation sociale ». Si, comme de nombreux experts le redoutent, les prix augmentaient aujourd'hui une nouvelle fois de 30 %, 30 millions de personnes supplémentaires seraient menacées de famine². Zoellick explique que le monde se trouve à un « tipping point », à un tournant, après lequel des émeutes de la faim pourraient ébranler des pays entiers, comme cela s'est d'ailleurs déjà produit en 2008. À l'époque, l'explosion des prix de nombreuses céréales avait entraîné des manifestations de masse dans une soixantaine de pays d'Asie, d'Afrique et d'Amérique centrale qui ne se sont calmées que quand les prix des matières premières sur les marchés mondiaux ont brutalement chuté à cause de la crise financière. Donald Kebruka, directeur de la Banque africaine de développement à Tunis, partage cette inquiétude. Selon cet expert du développement, la hausse des prix à la fois des denrées alimentaires et du pétrole serait un « cocktail Molotov pour

¹ Indice FAO des prix des produits alimentaires, mai 2011, <http://www.fao.org/worldfoodsituation/wfs-home/foodpricesindex/fr/>

² Financial Times, World Bank chief warns on food threat, 14.04.2011.

l'Afrique ». Les populations pauvres des villes, qui ne seraient plus en mesure de payer pour l'alimentation et le transport, seraient spécialement touchées. En Ouganda et au Burkina Faso, cette situation aurait déjà causé des troubles sociaux, et d'autres pays pourraient suivre³. Les populations pauvres d'Amérique centrale sont aussi particulièrement touchées puisque le prix de leur plus importante denrée alimentaire, le pain de maïs (tortilla), a connu des hausses allant jusqu'à 70 % en un an. En même temps, les collaborateurs du Programme alimentaire mondial de l'ONU, qui fournit des denrées alimentaires à quelque 90 millions de personnes dans le monde entier, se plaignent de la très importante hausse du coût de leurs achats de céréales qui menace de faire exploser le budget de l'organisation. Il serait urgent d'augmenter les moyens mobilisés pour éviter les catastrophes ou au moins en atténuer les effets. Selon l'organisation allemande Welthungerhilfe (Aide contre la faim), le monde se « précipite vers la prochaine crise alimentaire »⁴.

Alors que les prix des produits agricoles ne cessent ainsi d'atteindre de nouveaux records et que les messages d'avertissement venant des régions pauvres se multiplient, l'autre extrémité de la société mondiale enregistre un autre record : à la fin mars 2011, des investisseurs en tous genres, des fonds de pension dotés de milliards de dollars jusqu'aux grandes compagnies d'assurance en passant par des milliers de petits actionnaires, avaient investi plus de 600 milliards de dollars dans des titres qui les font profiter de la hausse des prix des matières premières – selon un communiqué de la grande banque anglaise Barclays. C'est un nouveau record, correspondant à plus de 40 fois la somme qui était placée dans ce secteur du marché des capitaux au début de la dernière décennie. Près d'un tiers de cette somme concerne des placements dans les produits agricoles, plus importants encore que ceux dans le pétrole brut et le gaz naturel, et cette somme augmenterait chaque mois de cinq à dix milliards de dollars, d'après les analystes de la banque Barclays qui est l'une des plus grandes institutions d'investissement sur les marchés de matières premières. Le secteur agricole attirerait non seulement la majeure partie des fonds, mais serait également le « secteur le plus performant » avec un taux de rendement allant jusqu'à 50 % depuis le début de l'année 2010. Globalement, les experts en investissement constatent que « la période qui s'annonce pourrait s'avérer on ne peut plus rentable pour diversifier son portefeuille de placements dans les matières premières »⁵.

Des marchés de matières premières en pleine croissance et une misère croissante d'un côté, des investisseurs euphoriques et des milliards de bénéfices de l'autre – ces évolutions parallèles éveillent des soupçons à la fois simples et monstrueux : une petite minorité de riches serait-elle en train de profiter de la misère de la grande majorité de la population mondiale ? Mais il y a plus grave : se pourrait-il

À la fin mars 2011, les investisseurs en capital avaient investi plus de 600 milliards de dollars dans des titres qui les font profiter de la hausse des prix des matières premières.

³ Financial Times, Commodity prices threaten Africa's recovery, 08.05.2011.

⁴ Welthungerhilfe, Brennpunkt: Nahrungsmittelpreise, Bonn, février 2011.

⁵ Barclays Capital, Commodities Research, The Commodity Investor, Hold on..., London, avril 2011.

que les placements de capitaux sur les marchés de matières premières soient même à l'origine de la hausse des prix constatée ?

Pour le président français Nicolas Sarkozy, ces questions semblent depuis longtemps avoir trouvé leur réponse. La spéculation sur les matières premières et les produits agricoles provoquerait des émeutes de la faim et représenterait une « spoliation » des pays pauvres qui sont tributaires des importations de denrées alimentaires et de pétrole, a-t-il déclaré en janvier 2011 lors d'un sommet de l'Union africaine à Addis Abeba⁶. C'est le premier chef d'État d'un grand pays industrialisé à avoir adopté la position soutenue depuis des années par de nombreux militants de la coopération Nord-Sud mais aussi par de nombreuses organisations d'aide au développement : la spéculation fait augmenter les prix et doit être limitée en introduisant de nouvelles règles pour les bourses et les marchés des placements dans le secteur des matières premières⁷. Cette année, Sarkozy a donc profité de la présidence de la France au G20 pour réclamer une régulation concertée du commerce international de matières premières auprès des pays industrialisés et des pays émergents.

Alors que cette revendication semble tomber sous le sens, Sarkozy et les autres personnes et organisations qui critiquent les investisseurs dans les matières premières se heurtent à une vive résistance. Non seulement de nombreux États du G20, en particulier les grands pays d'exportation de matières premières que sont le Brésil et le Canada, s'opposent clairement à l'initiative de Sarkozy ; mais la communauté des banquiers d'investissement, organisée mondialement, et également de nombreux économistes influents rejettent catégoriquement la thèse selon laquelle la spéculation serait à l'origine de la hausse des prix. Eux aussi disposent d'un argument de poids : la principale cause de la hausse des prix serait que la production en particulier des céréales et des oléagineux ainsi que l'extraction de pétrole brut n'augmenteraient pas assez vite par rapport à la demande croissante des pays émergents. Steve Strongin, directeur des études de la branche matières premières de la banque d'investissement américaine Goldman Sachs, une des plus importantes dans le secteur des matières premières, écrit par exemple que « des tendances à long terme, notamment l'augmentation de la consommation de viande chez une classe moyenne de plus en plus importante dans les pays émergents et l'utilisation croissante des biocarburants dans les pays développés, constituent la toile de fond des pénuries alimentaires internationales » et défend ainsi la même position que de nombreux économistes appartenant à toutes les institutions concernées, de l'OCDE à la Commission européenne en passant par la FAO⁸.

« Des tendances à long terme, notamment l'augmentation de la consommation de viande chez une classe moyenne de plus en plus importante dans les pays émergents et l'utilisation croissante des biocarburants dans les pays développés, constituent la toile de fond des pénuries alimentaires internationales. »

Steve Strongin, Goldman Sachs

Cet argument n'est pas foncièrement faux. Beaucoup de facteurs différents contribuent en effet à la hausse des prix alimentaires. Ils ne se limitent en aucun cas à l'augmentation de la demande qui pourrait en principe être compensée par l'augmentation de la production, comme cela a toujours été le cas pendant des siècles. Mais la grande majorité des pays en développement actuellement touchés par les pénuries alimentaires ont pendant des décennies gravement négligé d'investir dans leur agriculture – jusqu'à la crise alimentaire de 2008. C'est pourquoi la productivité de leur agriculture ne dépasse souvent pas un niveau

⁶ Voir <http://www.ambafrance-gn.org/spip.php?article556>

⁷ Par ex. Peter Wahl, *Spekulation untergräbt Recht auf Nahrung*, World Economy, Ecology and Development (WEED), 19.09.2008, <http://www.weed-online.org/themen/finanzen/1834223.html#note9>

⁸ Steve Strongin, Letter to the Editor, Harper's Magazine, 08.07.2010.

qui serait digne du Moyen-âge. En même temps, les États-Unis et l'Union européenne ont pendant des décennies inondé les marchés des pays en développement de denrées alimentaires vendues à des prix de dumping et ont ainsi empêché le bon développement économique de l'agriculture locale⁹. Il est également incontestable que l'utilisation du maïs et des oléagineux pour les biocarburants a considérablement fait augmenter la demande de céréales, alors que la hausse des prix du pétrole brut et du gaz naturel entraîne l'augmentation du prix des engrais et du gazole et par la même, celle de la production de céréales.

Cependant, aucun de ces éléments n'apporte de réponse concernant le nouveau succès rencontré par les investissements dans les matières premières : comment expliquer au juste que le prix des denrées alimentaires du monde sont négociés sur des places boursières et, de surcroît, par des investisseurs de capitaux qui n'ont rien à voir ni avec leur production ni avec leur transformation ? Quel sens économique y a-t-il à ce que des transactions correspondant à plusieurs fois la consommation totale mondiale de céréales ou la production pétrolière soient chaque jour négociées sur les marchés de matières premières ? Qui, en fin de compte, paye les bénéfices des investisseurs, si ce ne sont pas les consommateurs ? Et indépendamment des autres facteurs qui influencent les prix : ne se pourrait-il pas que la spéculation massive sur les marchés de matières premières ne soit certes pas directement responsable de la hausse des prix et ainsi de la misère de plusieurs millions de personnes, mais qu'elle les aggrave considérablement ?

Il n'y aurait « aucune preuve »¹⁰ de cette affirmation – c'est du moins ce que le monde financier et ses économistes répètent à l'unisson depuis des années – et les spécialistes des matières premières de Barclays Capital l'ont réaffirmé dans une étude publiée en mars 2011. Les études approfondies de nombreux autres experts indépendants confirment pourtant cette thèse. Aujourd'hui encore, les cercles scientifiques débattent vivement de cette question.

Quand on essaie d'y voir plus clair dans les arguments en présence, on se retrouve face à un ensemble complexe de banques, de places boursières et d'investisseurs financiers qui évoquent leurs affaires controversées en utilisant des termes tels que « futures » et « forwards », « swaps », « OTC » ou encore « fonds indicels », et qui, dès qu'ils se voient confrontés à une critique, présentent une montagne de données que l'observateur profane n'est pas en mesure de vérifier. Parallèlement, les gouvernements, les parlements et les autorités de surveillance des États-Unis et de l'Union européenne sont depuis longtemps engagés dans un bras de fer avec le secteur financier concernant l'introduction de nouvelles règles pour les marchés de matières premières. Et à ce niveau également, les acteurs ont recours à des concepts et à des méthodes qui empêchent en grande partie l'opinion publique de participer à ce débat pourtant si important. Dans ce contexte, le présent rapport vise à mettre des informations détaillées et compréhensibles à la disposition de toutes les personnes qui ne veulent pas se laisser impressionner par la complexité du débat et qui aimeraient se faire leur propre opinion.

Quand on essaie d'y voir plus clair dans les arguments en présence, on se retrouve face à un ensemble complexe de banques, de places boursières et d'investisseurs financiers qui évoquent leurs affaires controversées en utilisant des termes tels que « futures » et « forwards », « swaps », « OTC » ou encore « fonds indicels », et qui, dès qu'ils se voient confrontés à une critique, présentent une montagne de données que l'observateur profane n'est pas en mesure de vérifier.

⁹ Tobias Reichert, Wirkungen der Europäischen Agrarpolitik auf die Ernährungssicherheit in Entwicklungsländern mit Schwerpunkt Afrika, étude pour Misereor, Aix-la-Chapelle, 2010.

¹⁰ Barclays Capital, Commodity Cross Currents, 24.02.2011.

II. LE CASINO MONDIAL DES MATIÈRES PREMIÈRES

L'ARGENT ET LES CÉRÉALES, UNE LONGUE HISTOIRE

La spéculation sur l'alimentation est presque aussi ancienne que les premiers témoignages écrits de l'humanité. Et elle a toujours été condamnée.

La spéculation sur l'alimentation est presque aussi ancienne que les premiers témoignages écrits de l'humanité. Et elle a toujours été condamnée. En effet, depuis qu'il existe des États et des royaumes, les gouvernants et les gouvernements tentent d'imposer des règles strictes au commerce alimentaire.

On rapporte ainsi que les premiers pharaons égyptiens, au troisième millénaire avant Jésus-Christ, avaient déjà une administration d'État chargée des céréales. L'histoire biblique de l'ingénieux Joseph qui construisait des greniers pour le compte du pharaon et faisait ainsi des provisions pour les temps de disette remonte probablement à cette époque-là. La Bible n'indique cependant pas si Joseph était, comme on l'a souvent dit, le « premier spéculateur »¹¹. Mais il est très vraisemblable que les anciens souverains égyptiens utilisaient leurs provisions de céréales pour remplir leurs caisses et défendre leur pouvoir. Jusqu'au règne de Ptolémée Ier au IV^e siècle avant Jésus-Christ, un système complet de contrôle étatique du commerce de céréales a ainsi été mis en place en Égypte. Du partage des terres au commerce en passant par les greniers, tout était réglementé, y compris les prix qui étaient fixés par décret¹².

De même, dans l'Antiquité, le gouvernement d'Athènes, qui était en grande partie tributaire des importations de céréales en provenance d'Italie et des régions bordant la mer Noire, contrôlait le commerce de céréales d'une main de fer. Les cargaisons de bateaux ne pouvaient être déchargées qu'au port du Pirée et les entrepôts comme les prix étaient surveillés. Les exportations étaient explicitement interdites ; quiconque contrevenait à cette interdiction encourait de lourdes sanctions. Des chroniqueurs contemporains rapportent qu'en 386 avant Jésus-Christ, un groupe de marchands de céréales fut publiquement traduit en justice pour « avoir accumulé des réserves et conclu des ententes secrètes ». Peu après sa fondation, la République romaine s'occupa de la même façon de l'approvisionnement en céréales et en farine de sa population et conserva ce régime pendant des siècles. Les empereurs chinois ne procédèrent pas différemment. Dès l'époque de la dynastie Zhou au premier millénaire avant Jésus-Christ, ils employèrent un système étendu de surveillance et de contrôle des prix des céréales.

Depuis toujours, ce contrôle va de pair avec la condamnation morale de la spéculation sur les aliments. Le droit talmudique des Juifs proscrivait déjà explicitement l'« accumulation » des céréales, de la farine et des fruits de toutes sortes. Dans le droit islamique également, la spéculation est depuis toujours considérée comme un péché et, du moins formellement, prohibée. Thomas d'Aquin, auteur des plus importants écrits philosophiques et éthiques chrétiens du Haut Moyen Âge, s'opposait fermement à ce commerce et condamnait « l'achat de marchandises

¹¹ Voir par ex. Hermann Unterstöger, Der allererste Spekulant, Süddeutsche Zeitung, 09.12.2008.

¹² Ce bref résumé de l'histoire de la spéculation sur les céréales s'appuie pour l'essentiel sur la présentation d'Ann Berg, The rise of commodity speculation, from villainous to venerable, in: Adam Prakash, FAO (ed.), Safeguarding Food Security in Volatile Global Markets, Rome, 2011.

sur le marché dans le but de les revendre à un prix plus élevé ». Cela correspondait à l'ordre féodal de son époque qui laissait peu de place au commerce dépassant l'échelle régionale.

Ce n'est qu'avec l'invention de l'économie monétaire, à la Renaissance, que de nouvelles règles furent introduites. Le commerce international reprit son essor, les négociants fondèrent des places boursières dans les nouveaux centres commerciaux en Italie ainsi qu'aux Pays-Bas et, avec elles, la spéculation sous toutes ses formes s'installa dans la vie économique. Ce fut par exemple le cas à Anvers et Amsterdam où les bourses de commerce de céréales apparurent dans les années 1530. Il y eut dès lors des cotations quotidiennes pour le blé et le seigle. De plus, il fut pour la première fois possible de conclure des contrats à terme. Cela signifie que les marchands achetaient et vendaient des cargaisons de bateaux qui devaient être débarquées à l'avenir. À cette époque déjà, les marchands qui profitaient de telles transactions s'attiraient les foudres de leurs concitoyens quand les prix grimpaient. À Amsterdam, on imputa ce « grand mal » aux marchands allemands et flamands parce qu'ils exigeaient les prix que le marché leur donnait. Comme leurs prédécesseurs de l'Antiquité, les autorités décidèrent une nouvelle fois de surveiller les transactions de plus près.

Mais tout cela changea avec la Révolution industrielle du XIXe siècle. Le partage du travail par-delà les frontières nationales devint alors une force motrice majeure du développement économique. Le commerce international qui en découla alla de pair avec la première victoire du libéralisme de marché. Les interventions de l'État dans les activités commerciales étaient considérées comme des obstacles à la prospérité. Aussi les marchands de cette époque créèrent-ils les structures du commerce mondial des denrées alimentaires qui se sont, dans les grandes lignes, perpétuées jusqu'à nos jours. Les entreprises privées remplacèrent les monopoles d'État. De petites maisons de négoce familiales comme Bunge & Born (Argentine, Pays-Bas), Dreyfus (France, Allemagne) et Cargill (États-Unis) naquirent ces grands groupes mondiaux qui, aujourd'hui encore, dominent le commerce physique des céréales.

C'est à la même époque que fut fondée une institution qui, depuis des décennies et aujourd'hui de nouveau, est au centre des débats mondiaux concernant la spéculation sur les marchés de matières premières et leur régulation par les États : le Chicago Board of Trade (CBOT). Située sur la berge sud-ouest du lac Michigan, la ville était à l'intersection des plus importantes lignes ferroviaires et voies fluviales allant de New York au golfe du Mexique. De ce fait, elle était le lieu idéal pour le commerce des céréales et des autres matières premières. En 1848, 82 marchands de céréales y fondèrent ainsi leur société boursière afin de créer une place centrale pour leurs transactions. Sur la base de standards définis et de droits applicables à tous les participants, les prix devaient être négociés publiquement et en toute transparence. C'est aussi dans les salles de marché

>> FONCTIONNEMENT DES FUTURES

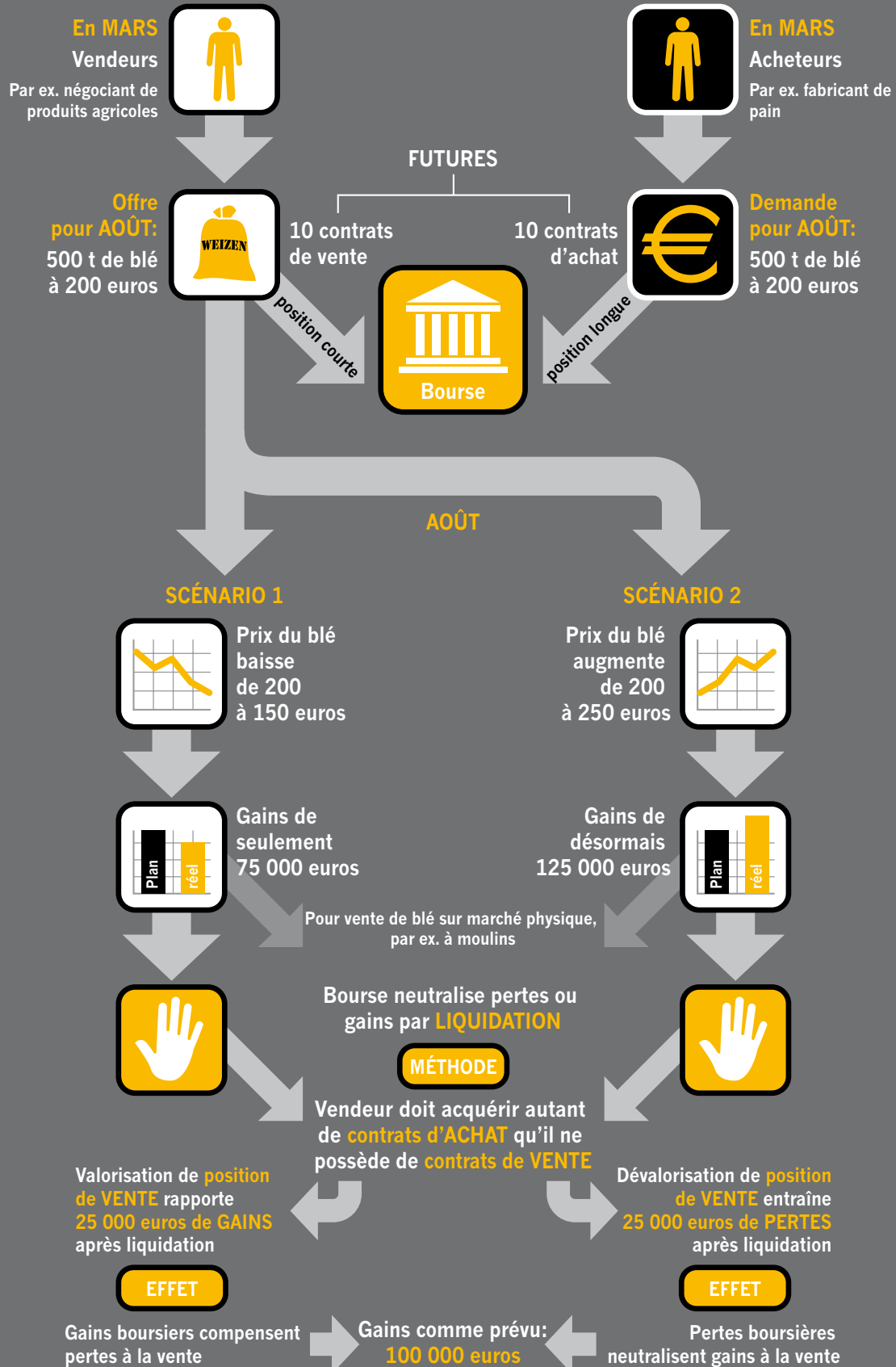
Les futures sur matières premières sont des contrats standardisés d'opérations à terme grâce auxquels des acheteurs et des vendeurs conviennent, de manière anonyme et en bourse, de la livraison d'une quantité déterminée de matières premières à une certaine date et à un certain prix. En général, ces contrats stipulent également dans quels entrepôts les marchandises peuvent être livrées ou retirées. Néanmoins, les contrats à terme ne sont qu'exceptionnellement exécutés par une livraison physique. Ils sont la plupart du temps traités financièrement. De ce fait, la bourse constitue la partie contractante centrale pour l'acheteur comme pour le vendeur. Ainsi existe-t-il, outre le commerce des matières physiques, un négoce purement financier, les deux pouvant être pratiqués indépendamment l'un de l'autre.

EXEMPLE

Un négociant de produits agricoles sait en mars qu'il devra vendre 500 tonnes de froment panifiable en août pour faire de la place à la nouvelle récolte. D'après son calcul, il doit en tirer 200 € par tonne. Un coup d'œil aux cotations à la bourse européenne des céréales, le MATIF, lui apprend qu'on y propose 200 € par tonne pour le froment à l'échéance du mois d'août. Pour s'assurer par avance du prix, il place, grâce à un terminal informatique le reliant au MATIF à Paris, une offre de livraison pour le mois d'août portant sur 50 tonnes de blé meunier à ce même prix de 200 € par tonne. Cela correspond aux attentes d'un acheteur, par exemple un fabricant de pain, qui propose un contrat d'achat correspondant. Les deux offres se combinent de manière électronique et, grâce au calculateur boursier, les deux contrats sont automatiquement validés. Les contrats ainsi élaborés ont à présent une valeur nominale de $10 \text{ (contrats)} \times 50 \text{ (tonnes)} \times 200 \text{ €}$, soit 100 000 €. Le vendeur de produits agricoles obtient ainsi ce qu'on appelle une « position courte » (short), tandis que l'acheteur, de l'autre côté, obtient une « position longue » (long).

SCÉNARIO 1

En août, le prix du blé chute à 150 € la tonne. Pour la vente de ses 500 tonnes de froment à un acheteur sur le marché physique, par exemple un moulin, le négociant en produits agricoles obtient seulement 75 000 € alors qu'il souhaitait en tirer 100 000 €. Or, dans le même temps, ses contrats de vente en bourse ont atteint une valeur de 2 500 € par contrat. En effet, avec ces contrats à terme, il a initialement acquis le droit de vendre à 200 € la tonne. En théorie, le négociant pourrait à présent acheter le blé sur le marché physique à 150 € la tonne et le revendre à un des entrepôts de



la bourse pour 200 € et ainsi compenser ses pertes sur le marché physique. Comme, en pratique, cela est très coûteux, la transaction en bourse s'opère par un règlement : avant l'échéance de leur contrat d'achat ou de vente, les souscripteurs doivent le « liquider ». Dans notre exemple, cela signifie que le négociant doit acheter en bourse le même nombre de contrats d'achats pour 500 tonnes de froment panifiable. Ainsi, les positions longue et courte se compensent et les contrats sont neutralisés. Or, comme les contrats d'achat, du fait de la chute des cours du blé, ne valent entre-temps plus 10 000 € mais 7 500 €, on obtient une différence entre les contrats de vente chers (short) et les contrats d'achat moins chers (long) de 2 500 € par contrat. Ainsi, le négociant fait un bénéfice boursier de 25 000 € sur ses dix contrats et peut de la sorte compenser ses pertes sur le marché physique. Cette somme lui est versée sur son compte en bourse. Au final, il obtient exactement la somme qu'il s'était garantie en mars par l'acquisition de contrats à terme. En somme, les transactions à terme en bourse remplissent pour le négociant la fonction d'une sorte d'assurance sur les prix. Pour cette assurance, la bourse perçoit une commission d'environ un euro par contrat à terme.

SCÉNARIO 2

En août, le prix du blé grimpe à 250 € la tonne. Le négociant peut donc désormais vendre son froment pour 125 000 €. Toutefois, la valeur de ses 10 contrats de vente a chuté à $10 \times 2\,500$ €, soit au total 25 000 €. Il doit désormais les liquider en acquérant 10 contrats d'achat au prix de 250 € la tonne, soit une valeur nominale de 12 500 € par contrat. La différence entre la valeur de sa position courte et celle de la position longue rachetée est de 25 000 € et il enregistre une perte en bourse de 25 000 €. Au final, il gagne dans ce cas exactement la somme qu'il s'est assurée en mars grâce aux contrats à terme.

Les transformateurs de matières premières – dans le cas du blé, les fabricants de pain et d'autres denrées alimentaires – ont recours au même mécanisme. Ils acquièrent en général des contrats d'achat, des positions longues, et s'assurent ainsi par avance d'un prix pour les matières premières dont ils ont besoin. Dans le scénario 2, les pertes en bourse du négociant vendeur correspondent aux gains d'un détenteur de positions longues. Dans la pratique, ces transactions sont effectuées par des programmes informatiques automatisés. Pour cela, acheteurs et vendeurs doivent être enregistrés à la bourse et y posséder un compte. Pour la plupart des opérateurs du marché, ce service est assuré par une banque. Sur l'écran de leur ordinateur relié au calculateur de la bourse apparaît un formulaire sur lequel on peut reporter à quel prix et quel nombre de contrats (long ou short) ils souhaitent acheter. S'il se trouve un autre porteur qui veut assumer la contrepartie au prix exigé, le contrat est automatiquement conclu.

Pour le bon fonctionnement de ces opérations de couverture, il est important qu'il y ait à l'avenir pour les ventes comme pour les achats autant d'acheteurs que de vendeurs. C'est pourquoi un certain nombre de spéculateurs est nécessaire à la bonne marche des marchés à terme. Ils contribuent en effet à garantir les prix pour les vendeurs et les acheteurs (voir p. 21).

de Chicago que, onze ans plus tard, les commerçants créèrent ces contrats de transaction qui jusqu'à aujourd'hui constituent le standard du négoce et de la spéculation sur les matières premières : les contrats à terme, ou « futures », c'est-à-dire des contrats d'achat et de vente de matières premières qui sont exécutés dans l'avenir. Cette forme de contrat, que leurs prédécesseurs de la Renaissance avaient essayé et durent aussitôt abandonner, devint l'outil principal des pionniers du commerce moderne. Agriculteurs, transformateurs et commerçants achetaient et vendaient des céréales à l'avance, à des dates déterminées, grâce à des contrats standardisés dont les prix étaient négociés en bourse par leurs représentants. La nouveauté était que la bourse devenait elle-même partie contractante pour l'acheteur comme pour le vendeur et garantissait l'exécution du contrat. Pour ce faire, les négociants devaient de leur côté disposer d'un dépôt de garantie sur leur compte en bourse, appelé « marge » (margin en anglais) dans le jargon financier.

Dans un premier temps, rien à voir avec de la spéculation. L'idée était plutôt d'éviter d'importantes fluctuations de cours sur le marché des céréales, entre l'abondance après les récoltes de l'automne et la pénurie en début d'année. Cela allait de pair avec la mise en place de grands entrepôts dont l'utilisation était directement liée aux futures : l'acheteur avait le droit d'en retirer la quantité achetée en blé, maïs ou avoine à la date déterminée et au prix déterminé, et le vendeur devait au même moment y livrer la quantité déterminée ou bien acheter dans les stocks. Ce fonctionnement a peu évolué depuis. Où que les contrats à terme sur les matières premières soient conclus, on suppose en principe qu'ils peuvent être remplis en livrant la marchandise physique négociée.

Cette construction servait – et en principe, sert toujours – les intérêts des deux parties. Les agriculteurs et leurs coopératives savaient avant l'ensemencement quelles quantités de céréales ils pourraient vendre et à quel prix et pouvaient dès lors planifier leurs cultures. De même, les acquéreurs de la marchandise, par exemple les moulins et les fabricants de pain, pouvaient mieux planifier et calculer leur production en raison des quantités et des prix assurés (voir encadré/graphique sur la page suivante). En quelques années seulement, ce modèle fit des émules dans le monde entier, et des marchés à terme furent mis en place de Bombay à Rosario en Argentine en passant par Francfort.

Mais aussi simple et pratique que le concept puisse paraître, il a dès le début été vulnérable aux manipulations et aux excès spéculatifs¹³. Celui qui disposait d'un capital suffisant pouvait en effet utiliser les contrats à terme pour se réserver des parts de récolte assez importantes pour déterminer seul les prix à la vente et empocher ainsi des bénéfices dignes d'un monopole. De plus, un commerce de contrats à terme a vite vu le jour. Des acteurs qui n'étaient en rien impliqués dans la production et la transformation pariaient sur les fluctuations de cours et utilisaient les achats de contrats à terme pour provoquer une pénurie artificielle et faire ainsi augmenter les prix.

MARGE

L'acheteur d'un contrat à terme doit verser un dépôt de garantie sur un compte en bourse. Il s'agit d'une « marge » qui est généralement comprise entre 8 et 12 % de la valeur nominale des matières premières achetées ou vendues. Quand le prix du future connaît de fortes fluctuations et que le dépôt versé ne suffit pas à compenser la perte de valeur, la place boursière exige des paiements supplémentaires (appel de marge). Les marges sont aussi souvent utilisées dans le commerce d'autres produits dérivés et entre les banques.

Les marchés à terme ont une fonction importante. Ils contribuent à garantir les prix pour les vendeurs et les acheteurs. Mais ils ont dès le début été vulnérables aux manipulations et aux excès spéculatifs.

¹³ On ne peut jamais définir par avance le moment où un excès spéculatif se produit, mais on peut toujours le constater quand les cours chutent soudainement alors que l'offre et la demande concernant les marchandises physiques n'ont pas ou peu évolué. La probabilité de formation de telles bulles augmente d'autant que la participation d'acteurs opérant des transactions sur les marchés à terme à des fins exclusivement financières et non par intérêt pour le commerce des marchandises physiques est importante.

POSITIONS LONGUES ET COURTES

À la bourse des valeurs, les positions d'un opérateur sont qualifiées de « longues » ou de « courtes ». Une position longue est celle d'un acheteur qui mise sur la montée des prix en conservant son titre. Une position courte est celle d'un vendeur qui enregistre des bénéfices quand les prix baissent, car il peut alors racheter le titre plus tard à un prix moins élevé. Dans le cas des futures, les acheteurs qui misent sur la montée des prix ont des positions longues. Les opérateurs qui vendent aujourd'hui pour un prix fixe dans l'avenir ont des positions courtes et enregistreront des bénéfices si les prix baissent.

En 1936, Franklin Roosevelt a mis en place une surveillance effective des marchés de matières premières dans le cadre des réformes du marché financier consécutives à la Grande Dépression. Un nombre maximal de contrats à terme pouvant être détenus par une seule société de négoce a pour la première fois été déterminé.

Dès 1882, le Sénat américain a pour la première fois mis en place une commission d'enquête sur les nombreux « corners and squeezes », c'est-à-dire l'accumulation spéculative et la pénurie artificielle provoquées au moyen de contrats du CBOT. Le cas du spéculateur sur le blé Joseph Leitner a fait grand bruit. Durant l'hiver 1898, il a acheté de grandes quantités de blé des mois en avance et a fait s'envoler les cours de 50 %. Ce n'est que quand ses concurrents ont réussi, en affrétant un bateau spécial, à ouvrir une voie dans le lac Michigan gelé et ainsi à permettre les livraisons en provenance des régions septentrionales que les prix ont de nouveau baissé. Leitner a ensuite dû déclarer faillite.

Dans l'entre-deux-guerres, des opérations similaires ont fait trembler les bourses de produits agricoles dans le monde entier. La spéculation portait parfois sur le coton, comme en Inde, ou sur le blé, comme en Europe. Mais Chicago a toujours été le théâtre des manipulations les plus spectaculaires. Déjà à l'époque, celles-ci ont provoqué de vifs débats politiques comparables à ceux qui ont lieu aujourd'hui. Alors que les critiques de la spéculation l'accusaient d'orienter de manière excessive les cours à la hausse ou à la baisse, leurs contradicteurs arguaient que la bourse de produits agricoles était utile à tous car elle procurait aux producteurs et aux transformateurs des contrats à termes qui les protégeaient des fluctuations de prix. Les déclarations du président de crise Herbert Hoover, qui dirigea le gouvernement américain de 1929 à 1933, au temps de la Grande Dépression, témoignent de ces tiraillements. Il a tout d'abord pris le parti des spéculateurs qui, « en réduisant le risque [relatif aux prix], font baisser le prix entre l'agriculteur et le consommateur ». Plus tard, sous le coup d'un nouveau scandale lié à la spéculation, il s'est fâché et a déclaré qu'il n'y avait « pas de preuve plus éclatante [d'abus] que les millions obtenus par simple manipulation de la machinerie mise à disposition par le [Chicago] Board of Trade ».

Cependant, il a fallu attendre le mandat de son successeur, Franklin Roosevelt, en 1936, pour qu'une surveillance effective soit mise en place sur les marchés de matières premières dans le cadre des réformes du marché financier consécutives à la Grande Dépression. Un nombre maximal de contrats à terme pouvant être détenus par une seule société de négoce a pour la première fois été déterminé. En conséquence, il était interdit à toute entreprise ou négociant qui n'était pas directement lié au commerce physique de céréales d'acquiescer plus de 500 contrats standard par type de céréale. Cela correspondait à un volume de deux millions de boisseaux, soit un peu moins de 55 000 tonnes de blé ou 51 000 tonnes de maïs. Pendant plus de soixante ans, ces « limites de position » se sont avérées extrêmement efficaces pour contenir la spéculation sur les céréales.¹⁴

¹⁴ À la fin des années 1970, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a relevé la limite à 600 contrats et 3 millions de boisseaux. Il a ensuite fallu attendre 1990 pour que les limites soient successivement relevées.

Toutefois, les spéculations à grande échelle sur l'évolution des cours de céréales et d'autres matières premières ont commencé par une évolution qui, en premier lieu, n'avait aucun rapport avec le commerce de celles-ci. En 1973, le système défini à Bretton Woods par les vainqueurs de la Seconde Guerre mondiale pour contrôler les marchés financiers s'effondra. Jusqu'alors, pendant presque trente ans, les pays industrialisés de l'Ouest avaient lié leurs monnaies par des taux de change fixes. Parallèlement, les transferts internationaux de capitaux étaient soumis à de stricts contrôles nationaux afin d'éviter les spéculations sur ces taux. Toutefois, ce système était fondé sur l'obligation pour le gouvernement américain de maintenir à un niveau stable le dollar en tant que monnaie de référence gagée sur les réserves en or. Mais, sous la pression du financement de la guerre du Vietnam, le gouvernement américain d'alors, sous la présidence de Richard Nixon, a laissé filer l'inflation et suspendu la convertibilité à l'or. Par la suite, tous les États membres ont dû renoncer au contrôle des changes et des capitaux. Ils ont ainsi ouvert la voie à une révolution en bonne et due forme du secteur financier.

N'étant plus confinés dans des frontières nationales, les banques et les fonds de toutes sortes ont par la suite recréé un système financier mondial dans lequel les cours fluctuent en permanence. Ainsi, le commerce mondial est ostensiblement passé sous la coupe des marchés financiers. Pour se prémunir des évolutions de cours et de taux d'intérêt, les banques ont développé, de concert avec les bourses, de nouveaux contrats à terme, purement financiers, grâce auxquels les producteurs et les sociétés de négoce pouvaient s'assurer des taux de change et des taux d'intérêt déterminés pour des échéances à venir. Les commissions, ou primes, qui étaient versées à cet effet sont devenues une des plus importantes sources de revenus du secteur financier. Dans le monde entier, de Chicago et New York à Londres, Francfort ou Tokyo, des bourses ont été créées pour ces contrats appelés « produits dérivés », dont la valeur « découle » des taux de change ou des taux d'intérêt d'emprunt auxquels ils sont associés.

La mise en place de ces marchés s'est accompagnée par la mise en réseau électronique des bourses et des participants au négoce par delà les frontières. Jusqu'au milieu des années 1990, bien avant qu'Internet ne devienne un média de masse, un cyberspace de la finance mondiale s'est ainsi créé et a entraîné dans son sillage les États et leurs économies nationales. Un volume croissant de liquidités, c'est-à-dire de capitaux disponibles, alimenté par les fonds de pensions, les assurances, les dons faits à des fondations et l'épargne sous ses formes les plus diverses s'est réparti entre places financières, bourses, actions, emprunts et monnaies. Le monde de la finance s'est du coup transformé en une arène mondiale où l'on joue sur l'avidité et la peur. Depuis lors, la valorisation des titres financiers et de toutes les économies nationales obéit plus souvent aux lois de la psychologie des foules qu'au calcul économique rationnel¹⁵. De la crise de la dette en Amérique latine au début des années 1980 à la crise des pays

PRODUITS DÉRIVÉS

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur dépend de l'évolution d'actifs dits « sous-jacents » : des marchandises, des titres ou d'autres valeurs futures. La plupart de ces produits est liée à l'évolution des taux de change et d'intérêt. Ils ont été inventés pour que les entreprises et les négociants puissent se protéger contre les fluctuations des cours. Mais ils sont aussi utilisés pour la spéculation, car ils permettent d'enregistrer des bénéfices (et des pertes) importantes en investissant peu.

¹⁵ Les stratégies de l'investissement opèrent certes sur la base d'innombrables informations. Leurs bureaux sont truffés d'écrans où les nouvelles financières de tout ordre ne cessent de défiler. Décisions de banques centrales, faillites d'entreprises, tendances de la consommation, cours du pétrole, attaques terroristes, mais aussi météo, en somme, tout ce qui peut influencer les cours. Mais au bout du compte, le fait que leurs analyses soient fondées ou non n'a aucune importance. L'opinion personnelle des opérateurs ne joue en outre aucun rôle. « Ce qui est déterminant, c'est l'attente sur l'opinion des » >>

>> FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS DE FUTURES

Sur les marchés de futures, on négocie des contrats à terme standardisés, qui courent jusqu'à une certaine échéance sur une quantité déterminée de matières premières¹⁶. Plus de 95 % de l'activité est de nos jours réalisée via des réseaux informatiques, le reste étant encore négociée par des courtiers sur le parquet d'une salle de marché. Ceci permet la participation d'opérateurs du monde entier, pourvu qu'ils soient enregistrés à une bourse donnée et y aient ouvert un compte.

Ces opérateurs peuvent souscrire à des contrats à terme comme acheteurs ou vendeurs. Les positions d'achat sont qualifiées de « longues » (long), et celles de vente de « courtes » (short). Les contrats ne sont valables que s'ils réunissent un acheteur et un vendeur. Du coup, dans les transactions à terme, il y a toujours autant de positions longues que de courtes. La somme de tous ces contrats en cours est appelée « position ouverte » dans les statistiques boursières. Les contrats doivent être traités au plus tard pendant le mois précédant leur échéance. Cela s'effectue généralement en neutralisant les positions et en compensant financièrement la différence de prix entre positions longues et courtes (voir encadré « Fonctionnement des futures »).

Dans ce cadre, la bourse joue le rôle de contrepartie centrale pour tous les contrats conclus. Cela signifie que quiconque achète un contrat à terme dont la valeur augmente n'a pas à en référer à une tierce personne pour obtenir son gain, mais verra celui-ci réglé directement par la bourse. Parallèlement, celle-ci empoche les sommes payables par les négociants dont les contrats à terme ont au contraire perdu de la valeur. Au final, les gains et

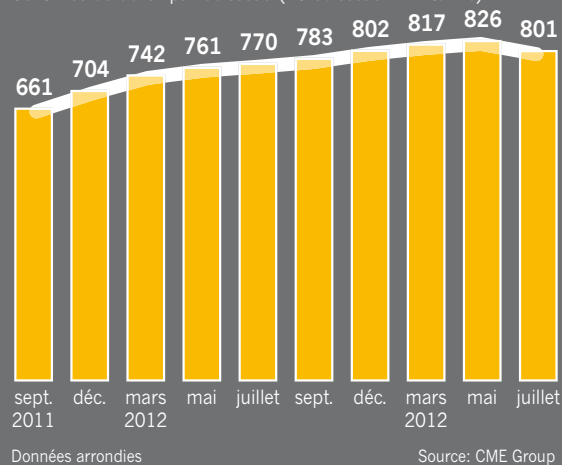
les pertes des participants sont toujours un jeu à somme nulle. Pour se prémunir d'un éventuel accident de paiement de la part d'un négociant, la bourse requiert pour chaque contrat le paiement d'un collatéral appelé « margin » ou marge. Son montant est fonction des possibles fluctuations de cours et s'établit en général entre 8 et 10 % de la valeur totale du contrat. Si les cours fluctuent au delà, la bourse exige généralement aussitôt le règlement d'une marge additionnelle.

On négocie ces contrats à l'avance, pour des échéances pouvant aller jusqu'à 2 ans. Ainsi, la bourse de commerce de Chicago propose-t-elle cinq contrats à terme sur le blé par an, pour mars, mai, juillet, septembre et décembre. La courbe des cours à terme ci-dessous montre les séries de prix pratiqués pour les échéances successives. Elle illustre les attentes des participants du marché par rapport à l'évolution future des cours.

Marché à terme du blé

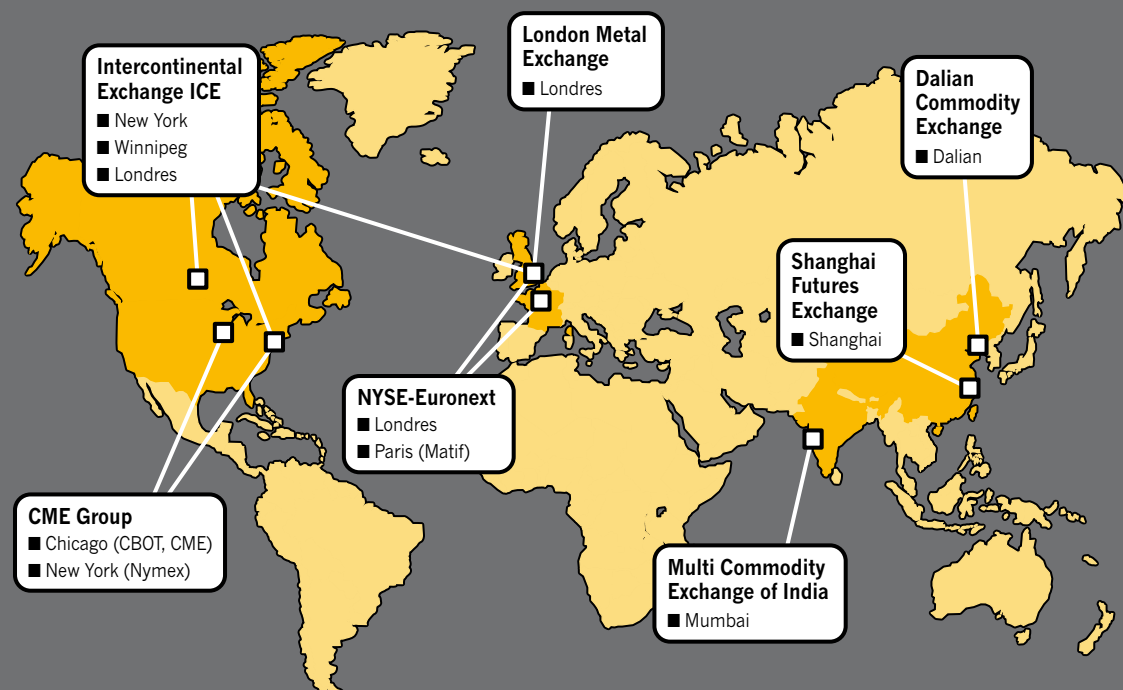
Chicago Board of Trade (CBOT), 8 août 2011

Centimes de dollar par boisseau (46 boisseaux = 1 tonne)



¹⁶ Outre les futures, on trouve également des options. Ce sont des instruments financiers par lesquels l'acheteur acquiert la possibilité d'acheter ou de vendre à une échéance déterminée, ce qui n'est cependant pas obligatoire. Néanmoins, pour des raisons de simplicité, il ne sera ici traité que des transactions de futures.

Les principaux marchés à terme dans le monde



Si le prix d'un contrat pour une échéance rapprochée se situe en deçà de celui courant sur une durée plus longue, cette situation est appelée « contango » dans le milieu boursier. Dans le cas inverse, le déport (ou « backwardation »), les contrats à terme pour des échéances plus lointaines se négocient moins cher que ceux arrivant plus tôt à échéance. Comme le secteur financier effectue fréquemment des achats croissants sur de longues périodes sur les marchés à terme du fait de l'affluence d'investisseurs sur leurs fonds de matières premières, les situations de « contango » sur les marchés à terme se sont multipliées au cours des dix dernières années.

La quantité totale de marchandise négociée dans le cadre des futures est complètement indépendante des volumes de biens physiques réellement disponibles et les dépasse même de beaucoup. Par exemple, le volume total de contrats à terme (« position ouverte ») sur le blé de variété « soft red winter », montré dans l'exemple de contrat standard pour le blé à la Bourse de Chicago, s'élevait en mars 2011 à quelque 76 millions de tonnes. Or, la récolte annuelle de cette variété de blé n'atteint que les 9 millions de tonnes. Parallèlement, les

opérations sur les contrats à terme sont tellement intenses que souvent, plus de la totalité de la récolte annuelle peut être achetée ou vendue en un seul jour d'ouverture de la bourse.

Les plus grands marchés à terme dans le monde sont le CME Group (formé en 2007 par la fusion du Chicago Board of Trade – CBOT, le Chicago Mercantile Exchange et le New York Mercantile Exchange), l'Intercontinental Exchange regroupant les places boursières de New York, Toronto et Londres, ainsi que le groupe NYSE-Euronext, auquel appartient, hormis les bourses de valeurs de New York, Paris, Bruxelles et Amsterdam, la principale bourse de céréales en Europe, le MATIF. Dans le négoce des contrats à terme sur matières premières, chaque place boursière a ses « spécialités ». Le CME domine les céréales et le soja tandis que l'ICE est la plus importante place pour les contrats à terme sur le pétrole et les matières premières agricoles (« soft commodities ») comme le cacao, le café et le coton. Jusqu'à présent encore indépendant, le London Metal Exchange est quant à lui la place boursière la plus importante du monde pour les contrats à terme sur les métaux non ferreux.

asiatiques émergents et de la Russie à la fin des années 1990, de l'éclosion de la bulle Internet au début des années 2000 à la crise financière mondiale de 2007, ce sont désormais les marchés financiers qui donnent le ton dans l'économie mondiale.

Jusqu'à la fin des années 1990, les cours dépendaient généralement des prévisions météorologiques, des volumes escomptés des récoltes ou de la demande en pétrole. Au début des années 2000, la situation a complètement changé.

En apparence, tout cela n'a d'abord eu aucune répercussion sur le commerce des céréales et des autres matières premières. Jusqu'à la fin des années 1990, les cours, dans cette niche du marché financier, dépendaient généralement des prévisions météorologiques, des volumes escomptés des récoltes ou de la demande en pétrole dans le cadre de la conjoncture générale, rapporte l'ancienne opératrice en bourse Ann Berg, qui était également, jusqu'en 1997, membre du comité de direction du CBOT. « Les spéculateurs n'étaient que des partenaires sur les marchés de matières premières »¹⁷, se souvient-elle, et ils étaient même les bienvenus pour les acheteurs et vendeurs commerciaux sur le marché des céréales. En effet, ils faisaient en sorte que le marché des contrats à terme reste « liquide », c'est-à-dire qu'il y ait toujours des acheteurs et des vendeurs pour tous les contrats, même ceux concernant des échéances supérieures à un an. Dans ce cadre, la part des contrats négociés uniquement à des fins spéculatives dépassait rarement les 20 %¹⁸ (voir p. 40), Les bons et les mauvais spéculateurs). Le mouvement des cours dépendait de l'évolution de l'offre et de la demande, c'est-à-dire des « fondamentaux » comme on dit dans le jargon financier.

Toutefois, un changement radical a marqué le début du nouveau millénaire. Dans les années précédentes, le monde de la finance avait présidé à un boom boursier planétaire qui avait porté les cours des actions à des sommets jamais atteints auparavant. Ce boom était dû à ce que l'on répétait à l'envi que l'expansion d'Internet allait impulser une forte hausse de la productivité et des bénéfices dans les années à venir, en particulier pour les entreprises qui investissaient dans le développement et les nombreuses nouvelles utilisations du réseau. Lorsque toutefois les bénéfices, par la suite, ont chuté ou été inexistantes, l'euphorie est retombée et tous les cours ont plongé. L'indice boursier S&P, fondé sur les 500 plus grandes sociétés cotées aux États-Unis, a ainsi perdu presque un quart de sa valeur initiale jusqu'en 2002. Beaucoup d'investisseurs, en particulier des fonds de pension et de riches fondations, ont enregistré d'énormes pertes. Tout à coup, les actions sont devenues moins attractives pour les investisseurs, et ils se sont mis à chercher des alternatives.

.....
autres », concèdera tout opérateur en bourse. C'est finalement la somme de toutes les opinions qui détermine le cours au final. Dans le monde entier, des milliers d'experts financiers hautement qualifiés investissent ainsi l'argent de leurs clients selon le principe du *lemming* : toujours suivre le groupe, sinon le danger guette. Tout gestionnaire de fonds ou d'actifs suit individuellement un calcul complètement rationnel. Mais en groupe, l'armée électronique des négociants répond à un mécanisme d'avidité et de peur qui génère régulièrement des évaluations parfaitement irrationnelles – un phénomène que les économistes décrivent par euphémisme comme une « surchauffe des marchés ».

¹⁷ Entretien avec l'auteur, 28.03.2011.

¹⁸ Selon les données de la CFTC, voir : Better Markets, Stellungnahme zum Vorschlag der CFTC für neue Positionslimits, Washington, 28.03.2011, <http://www.bettermarkets.com/assets/pdf/CL-CFTC-PL-Final.pdf>

Dans ce contexte, le secteur de la finance a lancé un nouveau produit sur le marché : l'investissement dans les matières premières. Dès 1991, la banque d'investissement Goldman Sachs avait dans cette optique développé un outil, le Goldman Sachs Commodity Index, en abrégé, GSCI¹⁹,²⁰. Avec cet indice, les plannings d'investissement reflétaient l'évolution des prix des contrats à terme sur 25 différentes matières premières allant de l'aluminium au sucre, soit uniquement celles pour lesquelles des opérations de contrats à terme existaient. L'indice est calculé sur la base des cours les plus récents pour les prochains contrats à terme à arriver à terme sur les matières premières concernées. Les banquiers de Goldman Sachs proposaient désormais aux investisseurs de gérer leurs capitaux et d'acheter à leur demande des contrats à terme sur ces matières premières en fonction de la composition de l'indice (voir encadré p. 29). Les investisseurs participaient aux gains et aux pertes des marchés de contrats à terme, sans avoir à négocier eux-mêmes. Si les contrats à terme venaient à augmenter, la valeur de l'investissement était également censée augmenter d'autant, et inversement. Dans le total du GSCI, les investissements en contrats à terme sur le pétrole brut et les autres sources d'énergie comptent pour les deux tiers, les matières premières agricoles pour environ 17 % et le reste est réparti en achats de contrats à terme sur les métaux précieux et industriels.

Au cours de la première décennie après sa création, ces placements n'étaient qu'un produit de niche réservé à certains gros investisseurs. Mais l'éclatement de la bulle Internet les a rendus plus attractifs. L'étude publiée en 2004 par deux économistes spécialisés dans la finance, Gary Gorton et Gert Rouwenhorst, de l'Université de Yale, y a fortement contribué. Pour le compte du grand groupe financier AIG (qui devait plus tard échapper à la faillite grâce à 180 milliards de dollars de fonds publics), ces deux professeurs ont compilé, dans « Faits et fantasmes à propos des contrats à terme sur matières premières », des données censées prouver que les investissements à terme sur matières premières sur une longue période pouvaient générer des rendements aussi élevés que des investissements en actions ou en emprunts. Mais leurs séries de données semblaient aussi suggérer que les rendements sur matières premières étaient non corrélés ou même, pour partie, négativement corrélés aux cours des actions, bref, que les cours des matières premières augmentaient quand les actions chutaient et inversement²¹.

L'étude ne donne aucune information sur les coûts réels de tels investissements. Les chercheurs n'ont pas non plus indiqué que les bénéfices réels étaient nettement inférieurs aux bénéfices escomptés, parce que les contrats à terme se faisaient sur une durée limitée et qu'ils devaient de ce fait être régulièrement

INDICE

Les indices mesurent l'évolution de la valeur d'un groupe de titres financiers réunis dans un panier au sein duquel chaque titre est pondéré différemment. Par exemple, le Deutsche Aktien Index (DAX) reflète l'évolution des cours des actions des 30 plus grandes sociétés allemandes cotées à la bourse. Chaque indice utilise une année de référence qui se voit attribuer la valeur indiciaire de 100. Si, par exemple, après deux ans, l'indice s'élève à 105, cela ne signifie pas que la valeur de toutes les actions a augmenté au même moment de 5 %. Cette hausse est en fait une moyenne calculée en pondérant les évolutions des différents titres de l'indice.

¹⁹ En 2007, Goldman Sachs a vendu la marque de l'indice au cabinet de conseil financier et de notation Standard & Poors. Depuis, il est officiellement commercialisé sous le nom de « S&P GSCI », mais pour des raisons de simplicité, il sera ici question de « GSCI ».

²⁰ De tels indices mesurent l'évolution de la valeur d'un groupe de titres financiers réunis dans un panier au sein duquel chaque titre est pondéré différemment. Par exemple, le Deutsche Aktien Index (DAX) reflète l'évolution des cours des actions des 30 plus grandes sociétés allemandes cotées à la bourse. Chaque indice utilise une année de référence qui se voit attribuer la valeur indiciaire de 100. Si, par exemple, après deux ans, l'indice s'élève à 105, cela ne signifie pas que la valeur de toutes les actions a augmenté au même moment de 5 %. Cette hausse est en fait une moyenne calculée en pondérant les évolutions des différents titres de l'indice.

²¹ Gary Gorton, K. Geert Rouwenhorst, Facts and Fantasies about Commodity Futures, New Haven, 14.06.2004.

En l'espace de quelques années, les marchés de matières premières ont connu une transformation radicale. Pour la première fois en 150 ans d'histoire, les contrats à terme n'ont plus uniquement servi à la formation des prix et à la protection contre les fluctuations de prix. Le secteur financier s'est mis à les présenter comme une nouvelle « asset class », une toute nouvelle classe d'actifs que tout gestionnaire d'actifs se devait d'ajouter à son portefeuille pour se prémunir des crises sur les autres marchés.

CLASSE D'ACTIFS

Les négociants en titres parlent de « classes d'actifs » (asset class en anglais) en référence aux différentes catégories d'investissements possibles. Les actions, les obligations, les lettres de gage et les produits dérivés sur matières premières appartiennent à différentes classes d'actifs.

vendus, moyennant des frais souvent considérables pour l'investisseur, et que les revenus devaient être réinvestis dans de nouveaux contrats pour des échéances plus éloignées (voir encadré/graphique p. xx). Cependant, de nombreux investisseurs ont cru à la promesse de pouvoir se prémunir des crises et de l'inflation. Le secteur financier a donc diffusé cette étude dans le monde entier et enregistré un énorme succès. Heather Shemilt, une importante gestionnaire de Goldman Sachs, a par exemple fait l'éloge des investissements sur matières premières en se référant à l'étude de Yale comme un « portfolio enhancer », un améliorateur de portefeuille²². Parallèlement à Goldman Sachs et AIG, de nombreuses autres grandes banques comme Barclays, Morgan Stanley, UBS et la Deutsche Bank ont rapidement créé leurs propres indices ainsi que les fonds correspondant à ces paniers de valeurs, qui se différenciaient par le poids accordé à chaque matière première. Le Dow Jones-UBS Commodity Index est devenu le deuxième grand indice dans lequel, contrairement au GSCI, les matières premières agricoles représentent presque un tiers du panier de valeurs. Propriété du grand groupe allemand Allianz, Pimco, le plus grand gestionnaire d'actifs du monde, est aussi en pointe dans ce domaine avec son Commodity Real Return Strategy Fund, dans lequel environ 30 milliards de dollars ont été investis²³.

En l'espace de quelques années, les marchés de matières premières ont connu une transformation radicale. Pour la première fois en 150 ans d'histoire, les contrats à terme n'ont plus uniquement servi à la formation des prix et à la protection contre les fluctuations de prix. Le secteur financier s'est mis à les présenter comme une nouvelle « asset class », une toute nouvelle classe d'actifs que tout gestionnaire d'actifs se devait d'ajouter à son portefeuille pour se prémunir des crises sur les autres marchés.

Les capitaux cherchant à s'investir ont donc coulé à flot sur des marchés à terme relativement petits et qui en fait n'avaient pas été conçus à cette fin. En effet, contrairement aux actions ou aux emprunts, les investissements en matières premières ne servent pas à mettre en place des structures de production, à financer de nouvelles entreprises ou des infrastructures publiques et, de cette manière, à générer des bénéfices. Sur ce marché, les investisseurs cherchent seulement à parier sur l'évolution des cours des matières premières. Mais les banquiers d'investissement n'ont pas eu à attribuer une fonction économique à cette réorientation des capitaux, les perspectives supposées de bénéfices ont suffi à convaincre.

²² Citation de : Peter Robison, Asiylyn Loder, Alan Bjerga, Amber Waves of Pain, Business Week, 22.07.2010.

²³ Le Dow Jones-UBS Commodity Index est bien établi à côté du GSCI, avec lequel il représente presque deux tiers des investissements indicels sur matières premières. Le Reuters Jeffreys Index et le Rogers International Commodities Index (RICI) sont également importants pour les marchés. Ces paniers de valeurs se distinguent par le poids accordé à chacune des matières premières, d'où leurs différences d'évolution de cours.

>> FONCTIONNEMENT DES FONDS INDICIELS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES

Les fonds indiciaires sur les matières premières sont en majorité commercialisés et gérés par de grandes banques d'investissement. Les investisseurs peuvent tirer des bénéfices de la hausse des cours sur les marchés de matières premières, ou bien perdre de l'argent en cas de chute. Pour cela, la banque prend l'argent en dépôt et l'investit intégralement sur le marché des contrats à terme. Les gains (ou pertes) sur ces achats de contrats à terme déterminent ensuite la valeur de l'action du fonds²⁴.

Leur valorisation se fonde sur un panier de matières premières dont la valeur est représentée par ce qu'on appelle un indice. Selon le fournisseur, y sont réunies jusqu'à 25 sortes de matières premières dont chacune a une pondération spécifique. L'indice le plus fréquemment utilisé est le S&P Goldman Sachs Commodity Index (S&P-GSCI), dans lequel les matières premières agricoles (maïs, blé, soja, coton, café et cacao) représentent 17,3 % et les matières premières énergétiques 66 %. Un autre indice très employé est le Dow Jones-UBS Commodity Index (DJ-UBS-CI), dans lequel les matières premières agricoles et énergétiques représentent chacune environ 30 %. La valeur d'un indice se mesure au cours actuel des contrats à terme sur les matières premières arrivant à échéance. Aussi, les indices incluent-ils seulement les biens pour lesquels il existe des marchés à terme fonctionnels, c'est-à-dire « liquides ».

L'argent que les investisseurs versent dans les fonds est géré par un gestionnaire de fonds. En fonction de la composition de l'indice auquel le fonds est adossé, celui-ci achète exclusivement des contrats d'achat (positions longues) sur les marchés à terme. Si un fonds dispose d'un milliard de dollars américains de dépôts, son gestionnaire acquiert alors des contrats d'achat à terme dont la valeur nominale s'élève à un milliard de dollars. Cependant, il ne doit pas pour cela dépenser la totalité de la somme déposée mais seulement l'argent que la bourse exige comme marge, c'est-à-dire comme garantie contre les éventuelles fluctuations de cours. Selon l'état du marché et le contrat à terme, cette marge s'élève parfois à 8, 10 ou, en cas d'importantes fluctuations des cours, à 15 ou 20 %. Les fonds placent alors le reste de l'argent dans des emprunts d'État sûrs et à court terme dont les intérêts leur sont également versés. Ce portefeuille d'emprunts est utilisé par le fournisseur du fonds comme couverture contre les éventuelles pertes. Les banques ne prennent donc aucun risque. Parallèlement, elles prélèvent au préalable une commission de un à deux pour cent sur la somme totale des investissements.

Si la valeur des contrats à terme augmente pendant leur période d'échéance, la bourse verse le bénéfice sur le compte du gestionnaire de fonds. Si elle chute, elle prélève la somme correspondante dans le compte de marge ou exige, le cas échéant, un nouveau paiement que le gestionnaire prélève sur les actifs investis en emprunts. L'action du fonds chute ou augmente alors dans les mêmes proportions.

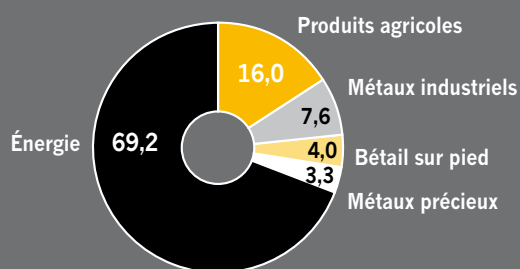
²⁴ Pour les fonds de pension ou les assurances, les investissements dans les indices de matières premières prennent en général la forme d'un accord conçu selon leurs requêtes (swaps). Pour les investisseurs institutionnels, cet accord a un avantage, à savoir que contrairement aux investisseurs sur les fonds de matières premières négociés en bourse, ils ne doivent pas régler la totalité de la valeur nominale de la somme à investir sur le marché des matières premières. Comme les banques ne disposent d'aucune couverture pour les possibles pertes dans les achats de contrats à terme, elles vendent des swaps d'indice de matières premières aux investisseurs institutionnels qui peuvent à n'importe quel moment couvrir les pertes avec leurs actifs. Ainsi, la banque paie aux investisseurs le gain obtenu grâce à une évolution positive de la valeur de l'indice. Si cette dernière évolue négativement, ce sera à l'acheteur du swap de s'acquitter des pertes auprès de la banque. En contrepartie, la banque obtient de l'acheteur de swap les intérêts résultant d'un dépôt de la même somme en emprunts d'État à court terme ainsi que des frais de gestion d'un à deux pour cent de cette somme.

S&P-GSCI

(Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index)

Composition par type de matières premières

en %



Matières premières prises en compte

en %

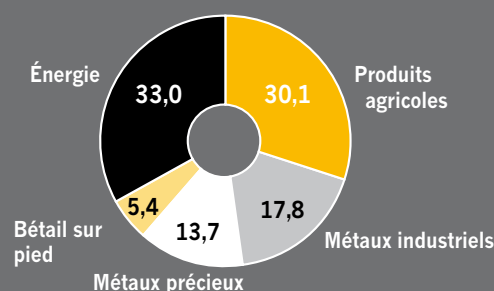
■ Énergie:	Pétrole WTI	33,0
	Pétrole Brent	16,4
	Gasoil	6,8
	Mazout	5,0
	Essence sans plomb	5,0
	Gaz naturel	3,0
■ Produits agricoles:	Maïs	4,7
	Blé Chicago	3,2
	Soja	2,4
	Sucre	1,8
	Coton	1,8
	Café	1,0
	Blé Kansas	0,8
	Cacao	0,3
■ Métaux industriels:	Cuivre	3,4
	Aluminium	2,5
	Nickel	0,7
	Zinc	0,5
	Plomb	0,4
■ Bétail sur pied:	Bovins sur pied	2,2
	Porcs maigres	1,4
	Bovins d'embouche	0,4
■ Métaux précieux:	Or	2,7
	Argent	0,6

DJ-UBSCI

(Dow Jones UBS Commodity Index)

Composition par type de matières premières

en %



Matières premières prises en compte

en %

■ Énergie:	Pétrole	14,7
	Gaz naturel	11,2
	Mazout	3,6
	Essence sans plomb	3,5
■ Produits agricoles:	Soja	7,9
	Maïs	7,0
	Weizen	4,6
	Sucre	3,3
	Huile de soja	2,9
	Café	2,4
	Coton	2,0
■ Métaux industriels:	Cuivre	7,5
	Aluminium	5,2
	Zinc	2,9
	Nickel	2,3
■ Métaux précieux:	Or	10,5
	Argent	3,3
■ Bétail sur pied:	Bovins sur pied	3,4
	Porcs maigres	2,0

Source:

Factsheet S&P-GSCI (mai 2011), DJ-UBS Commodity Index Handbook (avril 2011)

Une des particularités des fonds de matières premières est qu'ils doivent constamment renouveler leurs positions de contrats à terme avant l'échéance de ceux-ci parce que leur argent doit toujours resté investi dans les futures. Pour ce faire, ils liquident leurs contrats qui arrivent à terme et en souscrivent de nouveaux au cours en vigueur. Cette situation de roulement (« rolling »), qui suit un schéma précis dans le concept d'indice, comporte certains risques. Si les fonds, sur un laps de temps réduit, achètent un grand nombre de nouveaux contrats à terme, ils font monter les prix beaucoup trop haut. Par la suite, il arrive souvent

que sur une durée plus longue, ceux-ci retombent. De plus, d'autres investisseurs profitent des mouvements de cours provoqués par le roulement des investisseurs indiciels en acquérant des contrepositions peu avant les dates déterminées. Il arrive donc fréquemment que l'indice auquel les fonds sont adossés augmente sur la longue durée parce les contrats à terme arrivant prochainement à échéance sont plus chers que ceux des mois précédents. Toutefois, les investisseurs ne font que peu de profits, voire enregistrent des pertes parce que le roulement absorbe une grande partie des gains tout d'abord obtenus.

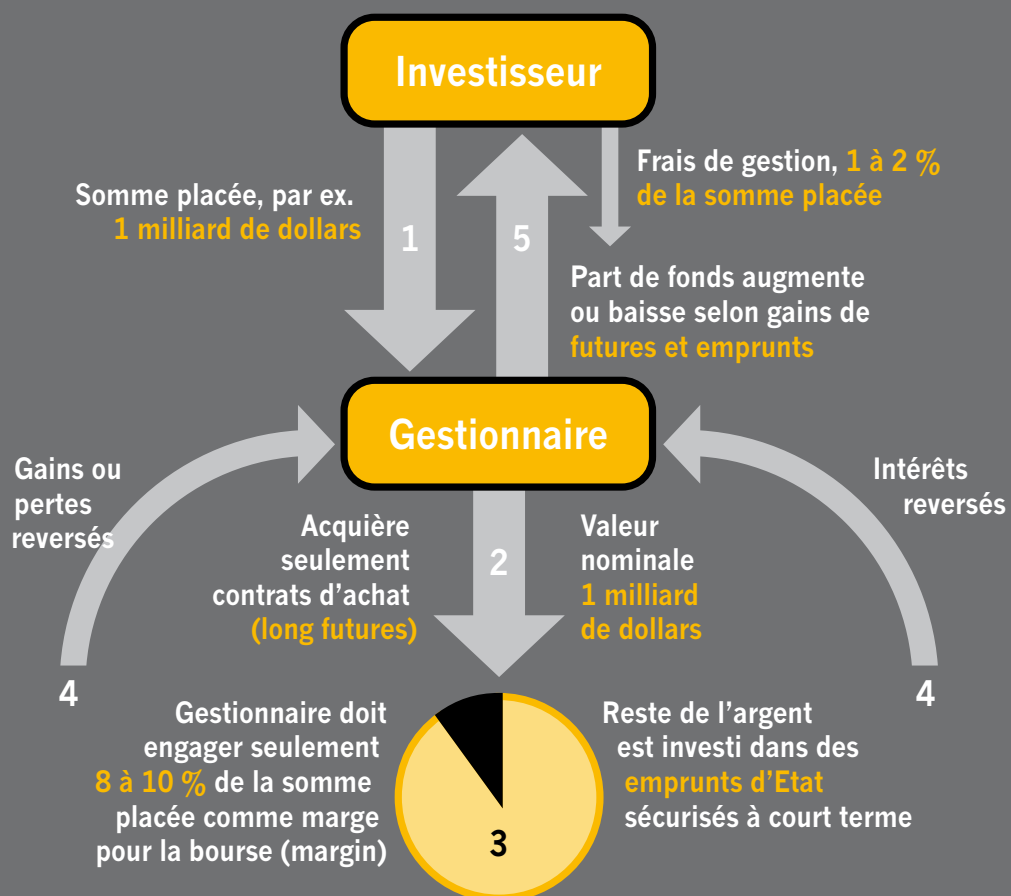
Pour les investisseurs, l'évolution de la valeur d'un fonds indiciel sur matières premières a trois composantes :

- >> le « spot return », qui résulte de la différence entre l'achat et la vente des contrats à terme ;
- >> le « roll return », qui résulte de l'échange de contrats à terme arrivant à échéance contre de nouveaux ;
- >> le « collateral return », qui provient des intérêts sur les actifs du fonds investis en emprunts.

La somme de ces trois composantes s'appelle le « total return », ou rendement total.

Une autre particularité des fonds indiciels est que, fondamentalement, ils n'achètent que des positions d'achat qu'ils renouvellent continuellement pour une plus longue période, ce qui signifie qu'ils les conservent indépendamment de l'évolution réelle de l'offre et de la demande pour les matières premières concernées. Ils génèrent ainsi une demande supplémentaire considérable en contrats d'achat à terme, ce qu'on qualifie de « stratégie longue » (long only). Cependant, si les investisseurs retirent leurs capitaux et rendent leur participation dans le fonds parce qu'ils ont de meilleures opportunités de placement ou qu'ils ont un besoin urgent de liquidités (comme c'était le cas pendant la crise financière), les gestionnaires de fonds perdent leurs positions longues sur les marchés à terme et peuvent provoquer un effondrement des cours.

Flux de paiements d'un fonds indiciel



Les « innovations » financières n'auraient eu que peu d'effets si les anciens règlements des places boursières de Chicago et New York avaient encore été appliqués. Mais à force de pression, le secteur financier a réussi à les faire supprimer.

Les fonds indiciels sur les matières premières, dont le monde de la finance vantait le caractère « innovant », n'auraient eu aucun effet négatif si les vieilles règles des marchés à terme de Chicago et New York avaient continué d'être appliquées. La limite de 600 contrats par investisseur et matière première, valable jusqu'en 1990, aurait eu tôt fait d'être atteinte par les banques. Jusqu'alors, la loi datant des années 1930 sur la limitation du risque bancaire (Glass-Steagall Act), qui séparait les activités bancaires conventionnelles de dépôt et de crédit de celles des transactions et de la commercialisation de titres financiers (comme les pratiquent les banques d'investissement), était de plus en vigueur. Comme elles ne pouvaient pas s'appuyer sur les dépôts de clients, les banques d'investissement avaient des cotes de crédit inférieures et étaient de fait des partenaires plus risqués pour les opérations sur les marchés de capitaux. Elles devaient donc payer les crédits nécessaires plus cher que les banques normales, mieux notées par les agences de notation qui servaient généralement à évaluer la solvabilité des emprunteurs et des émetteurs de titres financiers.

Cela explique pourquoi le secteur financier a fait pression pour que les anciennes règles soient supprimées, et avec un formidable succès. C'était la grande époque de la foi en l'autorégulation des marchés qu'enseignait l'école néolibérale. Selon elle, les marchés étaient censés être tellement « efficaces » dans le traitement des informations sur les évolutions à venir que les éventuels dérapages se corrigeraient d'eux-mêmes, sans la surveillance des États. La juriste Brooksley Born, qui à cette époque dirigeait la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), l'autorité chargée de surveiller les marchés à terme, faisait partie des rares experts à ne pas adhérer à cette idée. Mme Born avait observé que les transactions de contrats à terme sur les places boursières qu'elle supervisait n'étaient pas les seules à afficher des taux d'augmentation à deux chiffres, quels que soient les produits concernés (matières premières, monnaies ou taux d'intérêts). Parallèlement, les banques avaient également commencé à négocier de nombreux contrats à l'écart des bourses, directement avec leurs clients ou entre elles, ce que l'on appelle en jargon financier du « gré à gré » (ou over-the-counter, OTC). Il n'existe ni données, ni contrôle administratif permettant de savoir quelles institutions financières s'y prêtent et quels risques elles prennent. Le manque total d'information, comme l'expliquait Mme Born dès 1998 lors d'une audition au Congrès américain, aurait permis aux opérateurs de produits dérivés « de prendre des positions à risques qui menacent nos marchés réglementés et même notre économie entière, et ce sans qu'aucun organisme fédéral ne le sache »²⁵. Cependant, en annonçant que la CFTC voulait reprendre le contrôle requis, elle s'est heurtée à une vive opposition. Le ministre des Finances Robert Rubin, un ancien dirigeant de Goldman Sachs, n'était pas le seul à refuser en bloc la suggestion de Mme Born. À ses côtés, il y avait aussi le président de la commission bancaire du Sénat de l'époque, Phil Gramm, qui était étroitement lié au secteur financier par des dons de campagne et qui est ensuite devenu, après son départ du Congrès, vice-président du géant bancaire suisse UBS. Lorsqu'Alan Greenspan, alors président de la Réserve Fédérale, s'est joint à la curée, Mme Born a finalement

COMMERCE DE GRÉ À GRÉ

Le commerce de gré à gré ou OTC (over-the-counter) se réfère au négoce d'instruments financiers et de titres de toutes sortes qui s'opère bilatéralement entre deux opérateurs financiers, sans passer par les places boursières publiques.

²⁵ Citation de : New York Times, Taking Hard New Look at Greenspan Legacy, 09.10.2008.

décidé de démissionner. En 2000, en appelant à la « libération de la régulation », MM. Gramm et Rubin ont fait adopter deux lois opérant des changements radicaux. La première, le Gramm-Leach-Bliley Act, a abrogé toutes les limitations dans le secteur financier. Tous les grands groupes financiers ont dès lors pu réunir toutes leurs activités financières dans une même entité. Le Commodity Futures Modernization Act a ensuite été introduit. Cette loi a non seulement exempté les transactions sur produits dérivés de gré à gré de toute surveillance, mais aussi abrogé les limitations alors en vigueur concernant le négoce de contrats à terme sur les matières premières énergétiques. Parallèlement, la direction du CBOT, la bourse de commerce de Chicago, a peu à peu relevé les limites de position pour les contrats à terme sur les céréales et le soja. Alors qu'auparavant, seuls 600 contrats étaient permis par acteur et type de céréale, ce seuil est passé à 22 000 pour le maïs, 10 000 pour le soja et 6 500 pour le blé. Ainsi, chaque acteur pouvait désormais souscrire des contrats portant sur 884 000 tonnes de blé, 1,3 million de tonnes de soja et presque 3 millions de tonnes de maïs, ce qui correspond grosso modo à un pour cent du volume de récolte pour chaque type de céréale par opérateur.

Les limites de position visaient à limiter l'influence des opérations financières purement spéculatives. Mais la pression du lobby financier a eu raison de cette logique.

Mais pour les banquiers actifs dans les transactions de produits dérivés sur matières premières, ces limites étaient encore trop restrictives. Pour les contourner, ils ont donc exploité un vide juridique laissé par le législateur lors de la création de la CFTC en 1936. Les entreprises qui, en tant que négociants de biens physiques ou consommateurs de gros volumes de céréales ou de pétrole, pouvaient attester de leur intérêt légitime à la sécurité des prix, pouvaient en effet s'affranchir de ces limites de position. C'est à ce « bona fide hedging », comme on qualifie cette exception à la règle, que la banque Goldman Sachs a pour la première fois recouru après avoir lancé la vente de son fonds indicel sur matières premières. Le dirigeant de la firme de négoce détenue par Goldman, J. Aron, a donc écrit à la CFTC que son entreprise devait également se protéger des risques de prix, tout comme les producteurs et les transformateurs, parce qu'elle offrait à ses clients une participation au marché des matières premières. Cette requête allait totalement à contre-courant de la réglementation. Les limites de position étaient justement censées restreindre l'influence des transactions de contrats à terme servant uniquement des intérêts financiers. La pression du lobby financier a toutefois eu raison de cette logique, d'autant qu'un ancien dirigeant de Goldman Sachs, Robert Rubin, était alors à la tête du ministère des Finances. L'exception a donc finalement été accordée. Dès lors, une brèche était ouverte. Peu après, d'autres institutions offrant des transactions de swaps d'indice, comme Morgan Stanley, Meryll Lynch (aujourd'hui Bank of America) ou Citibank, ont obtenu le même statut. À la suite de la grande dérégulation, à partir de 2000, toute entreprise financière a finalement pu revendiquer ce statut d'exception, vidant les limites de position de leur contenu. Et on n'en est pas resté aux arrangements relatifs aux swaps pour les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension ou les fondations. Dès lors, les nouveaux seigneurs du marché des matières premières à Wall Street et à la City de Londres ont ostensiblement aiguillé les investisseurs privés vers l'investissement sur les matières premières. Sur ce front, la Deutsche Bank a été une pionnière. Dès 2004, son ancien dirigeant Kevin Rich a été le premier à créer un fonds de matières premières, ouvert sous le nom de PowerShares DB. Ce dernier était également ouvert aux petits porteurs, négocié en bourse comme les autres fonds d'investissement et pouvait donc être acheté ou vendu à n'importe quel moment. Ce produit a vite séduit les investisseurs et les centaines de nouveaux « fonds négociés en bourse » (FNB) ont par la suite

permis à des centaines de milliers de porteurs de participer aux paris sur les cours des matières premières. Car les FNB, comme s'est enthousiasmé le Financial Times, « permettent à un investisseur de négocier une position sur le pétrole brut ou le cuivre [ou les céréales] aussi facilement qu'une action ou un emprunt »²⁶.

Le marché des titres financiers suivant les cours des contrats à terme sur les matières premières s'est ainsi peu à peu développé. Aux fonds qui investissent sur toute la gamme des matières premières se sont ensuite ajoutés de nombreux autres fonds investissant dans certaines catégories spécifiques comme les matières premières énergétiques, les matières premières agricoles (cacao, café, coton) ou la totalité du secteur agricole. Sous la marque PowerShares DB de la Deutsche Bank, sept autres fonds – outre le fonds indicel sur matières premières servant de produit phare –, dotés de sept milliards de dollars, opèrent dans les domaines des métaux précieux, des métaux industriels, de l'énergie en général et du pétrole en particulier, tandis qu'un autre, doté de quatre milliards de dollars, est consacré aux matières premières agricoles. De plus, sous la marque x-trackers, la Deutsche Bank propose un programme d'investissement similaire à ses clients européens. Presque toutes les banques actives à l'international font de même.

En outre, il y a au moins autant d'échange traded commodities (ETC), des obligations qui offrent, en étant directement adossées aux matières premières physiques, une sécurité supplémentaire à l'investisseur²⁷. On trouve enfin une kyrielle de certificats sur les matières premières, appelés « exchange traded notes » dans le jargon financier anglais. Il s'agit ici en l'occurrence de titres de créance des banques émettrices vis-à-vis des investisseurs. Leur remboursement ou leurs intérêts sont généralement liés, selon une formule spécifique, à l'évolution des cours de certaines matières premières ou d'un indice concernant tout un groupe de matières premières. Ainsi, les investisseurs peuvent directement parier sur certains cours de matières premières²⁸. Or, comme les banques émettrices se prémunissent de leur côté contre les possibles pertes liées aux paris sur les marchés à terme, la vente de certificats influence en retour les cours sur les marchés de contrats à terme.

Les titres financiers sur matières premières négociés publiquement ne représentent qu'une petite partie du marché. Car le secteur financier a mis en place, pour les produits dérivés sur matières premières, un marché de gré à gré bien plus étendu, non public, hors de la bourse et de toute surveillance.

Et encore, tous ces titres financiers sur matières premières négociés publiquement ne représentent-ils qu'une petite partie du marché. Car le secteur financier a mis en place, pour les produits dérivés sur matières premières, un marché de gré à gré bien plus étendu, non public, hors de la bourse et de toute surveillance. Celui-ci repose sur des accords directs entre les banques et leurs clients, ainsi qu'entre les banques elles-mêmes. Dans ce cadre, les services chargés des matières premières au sein des banques jouent le rôle de plaques tournantes entre les différents acteurs du marché, c'est-à-dire non seulement les investisseurs financiers, mais aussi les producteurs et transformateurs qui ne veulent pas négocier eux mêmes sur les marchés à terme. Pour eux, acheteurs comme vendeurs, les banques garantissent les prix, exactement comme les bourses, mais en vertu

²⁶ Financial Times, Convenience proves a big attraction, 03.06.2011.

²⁷ À vrai dire, cela vaut exclusivement pour les ETC portant sur les métaux précieux. La plupart des ETC portant sur des matières premières énergétiques ou agricoles disposent des métaux précieux comme d'une couverture, alors que l'évolution des cours se conforme aux cours des contrats à terme que les banques acquièrent de leur côté ou, par swap, d'une tierce partie, afin de ne pas courir directement le risque de prix.

²⁸ Comme il n'existe pas d'actif de fonds adossé à des certificats, les investisseurs courent eux aussi le risque de perdre leur argent si la banque émettrice fait faillite. Ce fut le cas, par exemple, des certificats émis par Lehman Brothers lors de la faillite de la banque en septembre 2008.

d'exigences spécifiques. Comme les uns se présentent comme acheteurs et les autres comme vendeurs, les banques se situent entre les protagonistes. Ainsi, elles peuvent répartir les risques de la même manière que les bourses. Toutefois, comme elles obéissent à tous les désirs de leurs clients, qu'importe s'ils optent pour une stratégie longue ou courte, les positions – contrairement à ce qui se passe dans les bourses – ne se compensent pas. Il se peut par exemple qu'il y ait plus de clients à se présenter comme acheteurs misant sur une baisse des cours plutôt que comme vendeurs souhaitant de leur côté une hausse. Du coup, les banques courent un risque, qu'elles couvrent de leur côté par l'achat ou la vente de contrats à terme sur les bourses réglementées. De cette façon, les transactions sur les matières premières à caractère purement financier se sont une nouvelle fois multipliées, car les banques, à travers les transactions de gré à gré, ont créé un environnement parallèle supplémentaire pour les transactions. D'après les données du dirigeant de la CFTC, Gary Gensler, le volume des transactions de gré à gré de produits dérivés sur matières premières est sept fois plus important que celui traité sur les marchés à terme²⁹.

Toutes ces banques, qui se sont ainsi placées au centre des flux de capitaux – se chiffrant en milliards – autour du négoce sur les matières premières, disposent d'un énorme avantage, en matière d'information, vis-à-vis de tous les autres acteurs du marché et d'un non moins important pouvoir potentiel sur la formation des prix. Il est donc logique que, ces dernières années, les grandes banques d'investissement se soient elles mêmes lancées dans le commerce physique de matières premières. Dans le monde entier, les grands groupes du secteur comme Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays, JP Morgan ou la Deutsche Bank ont ainsi acheté des entrepôts, des pétroliers et des oléoducs. Désormais, ils ne se contentent plus de l'accumulation « virtuelle » de matières premières sous forme de contrats à terme pour leurs clients et stockent eux-mêmes les matières premières quand les cours des contrats à terme indiquent qu'elles pourront être vendues à meilleur prix à une échéance plus éloignée. Pour un temps, Morgan Stanley a ainsi affrété plus de pétroliers que le grand groupe pétrolier Chevron³⁰. Certes, rien de comparable n'est connu dans le domaine des matières premières agricoles et des céréales. Mais de nombreux éléments semblent indiquer que certains acteurs, que ce soient des banques, des firmes de négoce ou encore de grandes entreprises agricoles, agissent de même dans ce secteur. L'afflux constant de capitaux sur les marchés à terme fait en effet espérer des hausses de prix plus élevées que les coûts de stockage.

Cet afflux est le meilleur outil de marketing mondial du secteur financier. Il n'est pas un conseiller de gestion d'actifs ou une banque qui ne recommande expressément à ses clients d'investir une partie de leur portefeuille dans ces produits financiers. Les matières premières auraient « un rôle déterminant » pour des « dépôts protégés des crises », estime par exemple Jörg Warnecke, gestionnaire d'investissement chez Union Investment, le fonds appartenant aux banques coopératives allemandes³¹. Dans le même temps, les analystes de toutes obédiences

Ces dernières années, les grandes banques d'investissement se sont aussi lancées dans le commerce physique de matières premières. Dans le monde entier, les grands groupes du secteur comme Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays, JP Morgan ou la Deutsche Bank ont ainsi acheté des entrepôts, des pétroliers et des oléoducs. Désormais, ils ne se contentent plus de l'accumulation « virtuelle » de matières premières sous forme de contrats à terme pour leurs clients et stockent aussi eux-mêmes les matières premières.

²⁹ D'après l'interview de Mark Robinson dans l'émission « Bubble Trouble? », BBC, 08.06.2011.

³⁰ Peter Robison, Asjlylyn Loder, Alan Bjerga, Amber Waves of Pain, Business Week, 22.07.2010.

HEDGE FUNDS

Les hedge funds sont des fonds d'investissement dont les stratégies d'investissement ne sont soumises à aucune restriction juridique. Ils sont donc généralement ouverts dans des paradis fiscaux et réservés aux investisseurs fortunés et aux grandes institutions financières. La plupart du temps, ils sont gérés par des opérateurs expérimentés qui – en empruntant souvent des fonds supplémentaires – prennent des risques considérables et peuvent donc enregistrer aussi bien des bénéfices importants que des pertes spectaculaires pour leurs clients. Ces services sont habituellement rémunérés à hauteur de 2% des fonds placés et de 20 % des bénéfices.

abreuvent constamment la presse économique de jugements allant dans ce sens. Le Financial Times, par exemple, traite quotidiennement des investissements en matières premières et de leurs avantages. Sous la manchette « Investors rush to hedge against inflation » (les investisseurs se précipitent pour se couvrir contre l'inflation), Tony Nangle, directeur de Baring Asset Management, le gestionnaire d'actifs de la banque néerlandaise ING, explique que l'inflation serait avant tout induite par les prix des matières premières et de l'alimentation. Il serait donc judicieux « d'y participer » à travers l'achat des fonds appropriés³². En avril 2011, le géant bancaire britannique Barclays écrivait à son tour : « les cours du pétrole et de des denrées alimentaires atteignent un niveau qui alimente les craintes d'inflation et de ce fait affectent la performance d'autres investissements ». Est donc venu le « temps de l'investissement dans les matières premières »³³. Terry Roggensack, auteur du Hightowers Report, référence des services d'analyse sur les marchés agricoles, estime également qu'il règne un état d'esprit poussant à l'achat de matières premières, une « 'buy commodities' mentality »³⁴. La Deutsche Bank est même allée jusqu'à vanter les mérites de son fonds sur les produits agricoles sur les sachets de boulangerie. « La hausse des prix vous fait-elle plaisir ? », y était-il écrit, puis : « Le monde entier parle des matières premières - Avec l'Agriculture Euro Fonds, vous pouvez participer à la valorisation de sept matières premières agricoles importantes ».

Ainsi, le boom des matières premières ne cesse de s'autoalimenter. En 2003 encore, seuls quelque 13 milliards de dollars étaient investis en produits dérivés sur matières premières de tous ordres. Au début de l'année 2011, selon les données des analystes des matières premières de la banque Barclays, cette somme avait atteint les 412 milliards de dollars. Toutefois, ce nombre prend uniquement en compte les valeurs des investissements sur les matières premières négociés en bourse, ainsi que les données que Barclays obtient par sondage sur les dépôts en swaps d'indice (voir note n° 5, p. 13). Ne sont donc pas incluses les sommes mises en jeu par les fonds d'investissement pour parier sur les marchés de matières premières. Environ deux billions de dollars américains sont déposés au niveau mondial dans ces fonds largement dérégulés qui suivent une multitude de stratégies d'investissement portant sur toute la gamme des marchés de capitaux. Si seulement 5 % de cette somme était employé sur les marchés de matières premières, cela augmenterait encore le total de 100 milliards de dollars. Cette somme ne prend pas non plus en compte les actifs introduits sur les bourses de matières premières par les banques et les institutions financières à travers leurs opérations de contrepartie. Ces transactions relèvent totalement du domaine du gré à gré et ne sont calculées par aucune place boursière. Selon une estimation de la Banque des règlements internationaux, la banque des banques centrales basée à Bâle, la valeur de marché des produits dérivés sur matières premières négociés de gré à gré s'élevait en décembre 2010 à 461 milliards de dollars³⁵. L'estimation de Barclays ne donne en revanche qu'un volume de 180 milliards de dollars. On peut donc supposer que plus de 600 milliards de dollars ont été investis en produits financiers sur matières premières, ce qui correspond à peu près à un dixième de la valeur de toutes les actions négociées dans le monde.

³¹ Süddeutsche Zeitung, Es gibt keinen Big Bang, 16.03.2011.

³² Financial Times, Investors rush to hedge against inflation threat, 16.02.2011.

³³ Barclays Capital, Commodities Research, The Commodity Investor, Hold on..., Londres, avril 2011.

³⁴ Agrimoney.com, Morning markets: 'buy commodities mentality' supports crops, 07.04.2011.

³⁵ Banque des règlements internationaux, OTC derivatives market activity in the second half of 2010, Bâle, 2011.

Cependant, on ne peut pas déterminer avec précision si et dans quelle mesure les investisseurs sur les matières premières font effectivement des bénéfices. Comme les cours, du fait de la « financiarisation »³⁶ croissante des marchés de matières premières, ont beaucoup fluctué et que par la même occasion, les coûts des transactions ont augmenté, beaucoup d'investisseurs ont enregistré des pertes considérables dans les cinq dernières années. En revanche, les transactions sur les matières premières sont devenues l'une des principales sources de bénéfices des banques participantes. À lui seul, Goldman Sachs obtient des revenus nets allant jusqu'à cinq milliards de dollars par an avec les transactions de produits dérivés sur matières premières, ce qui correspond à un bon dixième des revenus totaux du groupe³⁷. Dans son rapport d'activité pour 2010, la Deutsche Bank écrit également que le négoce des matières premières demeure « le principal secteur de croissance » du groupe. Le géant bancaire JP Morgan emploie à lui seul 1 800 personnes dans le secteur des matières premières et prévoit un bénéfice net de plus d'1,2 milliard de dollars pour 2011 dans ce secteur³⁸. Glenn Schorr, un des grands analystes du secteur bancaire pour la firme d'investissement Nomura, estime que les bénéfices des banques dans le négoce des matières premières sont compris entre 9 et 14 milliards de dollars par an³⁹.

Parmi les grands gagnants de la croissance des transactions de produits dérivés sur matières premières figurent enfin les bourses. En effet, pour chaque achat ou vente de contrats à terme et d'options, une commission, s'élevant de 30 cents à un dollar en fonction des volumes négociés par les clients, est prélevée. À cela s'ajoutent des frais du même ordre de grandeur pour le traitement financier de l'accord au jour d'échéance. De cette manière, le grand groupe boursier CME, auquel appartiennent les marchés à terme de Chicago (CBOT) et New York (Nymex), a par exemple obtenu en 2010 presque la moitié de son chiffre d'affaires annuel de trois milliards de dollars avec les seules transactions de produits dérivés sur matières premières. Or, qui doit payer pour ces bénéfices, qui ne sont pas alimentés par les investissements dans des entreprises ou en emprunts, mais par les transactions sur les marchés à terme qui ne sont que des paris sur la hausse ou la chute des cours ? Et les investisseurs sont-ils eux-mêmes responsables de la hausse des cours ? Après qu'en 2007 et au début de l'année 2008, l'explosion des cours des céréales et des autres matières premières agricoles ait menacé l'approvisionnement alimentaire de 100 millions de personnes dans le monde, les organisations humanitaires, les organes de l'ONU, ainsi que de nombreux économistes, ont reproché au monde de la finance d'engranger des milliards sur le dos des pauvres. Mais les dirigeants des sociétés concernées ont fermement rejeté toute responsabilité. Goldman Sachs a en substance expliqué que l'évolution des prix était due à des pénuries réelles en denrées alimentaires et que la production ne satisfaisait ni la demande croissante des pays émergents ni les besoins de la production bioénergétique⁴⁰. La controverse a provoqué un vif débat académique et politique, aux États-Unis comme en Europe, et donné lieu à une pléthore d'enquêtes et d'études. Les résultats ne sont aucunement univoques. Néanmoins, l'affirmation selon laquelle la spéculation sur les matières premières n'aurait aucune influence sur les prix des denrées alimentaires est de moins en moins crédible.

Plus de 600 milliards de dollars ont été investis en produits financiers sur matières premières, ce qui correspond à peu près à un dixième de la valeur de toutes les actions négociées dans le monde.

L'affirmation selon laquelle la spéculation sur les matières premières n'aurait aucune influence sur les prix des denrées alimentaires est de moins en moins crédible.

³⁶ Par ce terme, la CNUCED, organe des Nations unies chargé du commerce, qualifie la pénétration croissante des investisseurs financiers dans le négoce des matières premières. Voir : CNUCED, *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*, Chapitre III, Genève.

³⁷ Goldman Sachs, *Annual Report 2009*, New York.

³⁸ *Wall Street Journal*, *Big Banks Cash In on Commodities*, 02.06.2011.

³⁹ *Financial Times*, *Volatile oil markets lift profits on Wall Street*, 03.05.2011.

⁴⁰ Voir : Steve Strongin, *Letter to the Editor*, *Harper's Magazine*, 08.07.2010.

III. DES PRIX ET DES PREUVES – LE RÔLE DE LA SPÉCULATION DANS LE BOOM DES MATIÈRES PREMIÈRES

Lorsque les conseillers en investissement et les analystes conseillent d'acheter une action ou un autre titre, ils accompagnent généralement leur recommandation d'une « story », d'une histoire censée expliquer pourquoi l'investissement promet des bénéfices élevés. Pour les fournisseurs de fonds sur les matières premières et d'autres produits financiers similaires, cette histoire est toujours la même depuis une décennie, et elle est réussie : la population mondiale augmente de 80 millions de personnes chaque année, l'économie de pays émergents comme la Chine, l'Inde ou le Brésil augmente de 8 à 10 % par an, ce qui se répercute sur la demande de pétrole, cuivre, céréales et d'autres matières premières. Parallèlement, de plus en plus de pays misent sur le maïs, l'huile de soja et de colza destinés à la production de biocarburants. Mais la planète ne connaît pas la même croissance, car la quantité de ressources et de terres arables reste limitée. De nombreux analystes en ont donc conclu que la demande devait nécessairement progresser plus vite que l'offre, c'est-à-dire que les prix des matières premières ne pouvaient qu'augmenter.

Le gourou de l'investissement Jim Rogers, qui a jadis fondé le célèbre hedge fund Quantum avec George Soros, a dès le début du siècle expliqué ce phénomène par le concept de « supercycle ». Selon ce concept, la tendance à la hausse des prix des matières premières se maintiendrait sur une période prolongée, presque totalement indépendamment des fluctuations de l'économie mondiale et du cycle conjoncturel classique. L'évolution constatée depuis le début 2010 semble confirmer ce pronostic. L'interruption liée à la grande crise financière a été courte et les prix des matières premières ont ensuite de nouveau progressé bien plus vite que l'économie mondiale prise dans son ensemble. C'est ainsi que Roger Jones, directeur de l'équipe chargée des matières premières au sein de la banque d'investissement Barclays – qui compte parmi les plus grands fournisseurs de fonds sur les matières premières – a pu déclarer en février 2011 que « le super-cycle [battait] de nouveau son plein »⁴¹.

Les représentants des sociétés financières concernées ne cessent de rejeter catégoriquement l'idée que l'augmentation des investissements financiers spéculatifs pourrait également contribuer à provoquer une hausse des prix des matières premières.

Les représentants des sociétés financières concernées ne cessent de rejeter catégoriquement l'idée que l'augmentation des investissements financiers spéculatifs pourrait également contribuer à provoquer une hausse des prix des matières premières. Les gestionnaires des grands groupes boursiers sont très forts à cet exercice. Ils profitent largement de la très importante progression du chiffre d'affaires liée aux produits dérivés sur matières premières et sont, avec les banques d'investissement, les premiers bénéficiaires du boom des matières premières. Pour défendre leur position, ils ont toujours recours à la même panoplie d'arguments, comme l'ont montré trois directeurs de places boursières à l'occasion d'une conférence de la Commission européenne organisée à Bruxelles à la mi-juin 2011. Lors de son intervention, Martin Abbott, directeur de la bourse des

⁴¹ Financial Times, Commodity super-cycle is back in full swing, 01.02.2011.

métaux de Londres LME, a notamment expliqué que seuls les changements au niveau des « fondamentaux », c'est-à-dire des données concernant l'offre et la demande, avaient une influence significative sur l'évolution des prix. « Les investisseurs les plus malins ont seulement compris plus tôt que les autres que ce modèle avait changé. Le secteur des matières premières recevait tout simplement trop peu d'investissements. » Bryan Durkin, membre du comité d'administration du CME Group – le plus grand opérateur de marchés des futures à Chicago et New York –, a ensuite avancé un autre argument classique : « il y a un besoin urgent de spéculateurs pour garder le marché liquide », c'est-à-dire que la présence de nombreux investisseurs sur le marché serait indispensable pour qu'il existe à chaque instant des acheteurs et des vendeurs, et ce serait là le seul moyen pour les bourses de futures d'assurer leur fonction de fixation et de garantie des prix. Toujours selon Durkin, ce serait la seule façon de « fournir aux producteurs de matières premières et aux agriculteurs les informations dont ils ont besoin sur leurs futures recettes pour pouvoir produire les quantités nécessaires ». David Peniket, le directeur européen de la bourse du pétrole Intercontinental Exchange (ICE), a pour finir ajouté que la critique de la spéculation consisterait par conséquent en la « recherche d'un bouc émissaire ». Les spéculateurs ne seraient « que les porteurs d'une mauvaise nouvelle » dont ils ne seraient pas responsables⁴². Terry Duffy, directeur du groupe CME, a pour sa part expliqué – à un autre moment lors de la conférence et aussi plusieurs fois devant le Sénat américain – qu'il n'y aurait enfin « aucune preuve que les spéculateurs influencent les prix de quelque produit que ce soit ». Selon Duffy, il serait indéniable que, quand les spéculateurs arrivent sur un marché, ils ont « peut-être une influence à court terme », mais les « fondamentaux s'imposent toujours »⁴³.

« Il n'y a aucune preuve que les spéculateurs influencent les prix de quelque produit que ce soit. »

.....
Terry Duffy, directeur du groupe CME

À en croire cette argumentation, les investissements financiers sur les marchés à terme de matières premières seraient non seulement inoffensifs, mais aussi indispensables pour que les producteurs et les transformateurs puissent garantir leurs prix dans les bourses de futures et ainsi planifier leur production. Les investisseurs financiers seraient en outre mieux informés que leurs détracteurs et réagiraient seulement aux vraies pénuries. Et ils n'auraient pas d'influence sur les prix réellement payés pour les matières premières, en tout cas aucune qui puisse être prouvée avec certitude. Cela semble tout d'abord plausible. Mais ces arguments ne correspondent pas à la réalité actuelle des bourses à terme. Car ils ignorent le fait que les motifs et les stratégies des investisseurs spéculatifs sur les marchés des matières premières ont fondamentalement changé.

.....
⁴² Citations tirées des contributions à la conférence de la Commission européenne: Commodities and Raw Materials, Challenges and Policy Responses, Bruxelles, 14.06.2011.

⁴³ Interview donnée à la BBC, 14.02.2011, et U.S. Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry, Oversight Hearing: Implementation of Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform Act, 03.03.2011.

LES BONS ET LES MAUVAIS SPÉCULATEURS – QUELS SONT LES BESOINS DE LIQUIDITÉS ?

HEDGER

Sur les marchés financiers, les hedgers sont des acteurs qui cherchent à se couvrir (hedge en anglais) contre les fluctuations des prix et des cours en achetant des futures et d'autres produits dérivés.

Jusqu'au tournant du siècle environ, les marchés à terme remplissaient effectivement encore la fonction pour laquelle ils avaient à l'origine été créés et que les défenseurs de ce négoce aiment encore évoquer aujourd'hui. La majeure partie des contrats étaient conclus avec des producteurs et des transformateurs qui se protégeaient de cette façon des fluctuations de prix. Des spéculateurs étaient aussi présents dans les bourses. Ils souscrivaient à des positions d'achat (longues) ou de vente (courtes), selon leur appréciation de l'évolution future de l'offre et de la demande. Leurs investissements permettaient que les marchés soient constamment liquides, que par exemple des vendeurs de céréales trouvent des acheteurs même quand les transformateurs n'achetaient pas et vice versa. De cette manière, les spéculateurs assumaient une partie du risque pour ceux qui négociaient les biens physiques. Les bénéfices qu'ils tiraient de ces activités étaient donc une sorte de prime en échange de la garantie des prix offerte aux producteurs et aux transformateurs à travers le commerce de futures. Dans l'ensemble, les contrats conclus à des fins purement spéculatives ne représentaient cependant qu'une petite partie des contrats à terme.

La situation a cependant fondamentalement changé avec la dérégulation opérée depuis l'année 2000 ainsi qu'avec l'arrivée des investisseurs indiciels et de nombreux hedge funds qui s'en est suivie. Les données relatives aux positions des différentes catégories de négociants que l'autorité de surveillance américaine CFTC publie chaque semaine le mettent bien en évidence⁴⁴. Ces rapports COT (commitment of traders) font en effet la différence entre les négociants « commerciaux », c'est-à-dire ceux qui s'occupent principalement du commerce et de la transformation des biens physiques, et les négociants « non commerciaux », c'est-à-dire ceux dont les activités sont purement spéculatives. Les données relatives aux contrats sur le blé à la Bourse de Chicago (Wheat, CBOT) témoignent parfaitement de ce qui a changé. Jusqu'en 1999, la proportion des contrats conclus à des fins purement spéculatives était comprise entre environ 20 et 30 % du volume total des contrats⁴⁵. Au moins deux tiers des contrats étaient détenus par des négociants classiques, les « hedgers », dont l'intention était de garantir les prix. Entre 1999 et 2006, cette proportion s'est cependant inversée. Jusqu'à 80 % de toutes les positions reviennent désormais aux spéculateurs, alors que les contrats traditionnels destinés à garantir les prix (hedging) ne représentent plus que, tout au plus, un tiers du volume total des contrats (voir graphique)⁴⁶. Les données relatives aux autres matières premières négociées sur tous les autres marchés à terme américains montrent une évolution très semblable.

S'il est vrai que le commerce des contrats à terme est désormais en grande partie aux mains des spéculateurs, il est tout à fait trompeur d'affirmer que ce négoce crée seulement de la « liquidité » et qu'il sert en premier lieu à garantir les prix aux producteurs et aux industriels. Car le nombre des contrats conclus dépasse

Jusqu'en 1999, la proportion des contrats conclus à des fins purement spéculatives était comprise entre environ 20 et 30 % du volume total des contrats. Entre 1999 et 2006, cette proportion s'est cependant inversée. Jusqu'à 80 % de toutes les positions reviennent désormais aux spéculateurs, alors que les contrats traditionnels destinés à garantir les prix (hedging) ne représentent plus que, tout au plus, un tiers du volume total des contrats.

⁴⁴ Ces données ne concernent certes que les futures négociés sur les places boursières américaines. Mais ceux-ci représentent deux tiers du chiffre d'affaires mondial. Les données sont donc représentatives de ce qui se déroule à l'échelle mondiale.

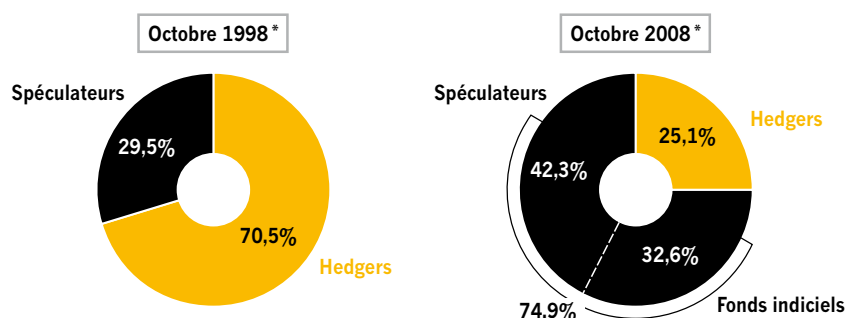
⁴⁵ Y compris les « positions spread », par lesquelles les opérateurs combinent une position longue d'un mois et une position courte d'un autre mois en pariant ainsi sur l'évolution contraire des prix entre les deux contrats.

⁴⁶ Les données et le graphique s'appuient sur les données COT présentées par Better Markets, Avis sur la proposition du CFTC concernant l'introduction de nouvelles limites de position, Washington, 28.03.2011.

à l'évidence largement le volume nécessaire au hedging des négociants commerciaux. Les négociants de longue date assurent en outre que même avant la dérégulation et le « détournement » de grandes quantités de capitaux destinés à l'investissement sur les bourses de matières premières, le marché ne manquait absolument pas de liquidité.

Le Hedging et la spéculation

Parts avant et après la dérégulation, marché du blé au Chicago Board of Trade (CBOT)



* Valeurs moyennes par semaine

Source: CFTC, Better Markets

Mais même s'il y avait un besoin de liquidité, les fonds indiciels et leurs investisseurs, qui sont en grande partie responsables de la forte augmentation des positions spéculatives, ne pourraient pas la fournir. Car contrairement aux spéculateurs traditionnels, les investisseurs indiciels misent uniquement sur une hausse des prix sur le long terme. C'est pour cela qu'ils n'apparaissent qu'en tant qu'acheteurs sur les marchés à terme, en souscrivant uniquement à des positions longues. Avant d'arriver à échéance, celles-ci sont simplement « dénouées », alors que le fonds souscrit, dans les mêmes proportions, à de nouvelles positions longues pour un future à échéance plus lointaine. Dans le jargon des marchés, on dit alors que le fonds « roule » sa position d'une échéance à une autre. Les investisseurs indiciels sont donc présents d'un seul côté du marché, auquel ils retirent de fait toute liquidité. Une étude publiée en mai 2011 sous la direction de Hans H. Bass, un économiste de Brême, examine l'influence des acteurs des marchés financiers sur les prix des céréales et tire la même conclusion. « Si le marché est dominé par des investisseurs qui roulent des positions longues, il enregistre en permanence une nouvelle demande (qui n'est bien sûr jamais censée être satisfaite physiquement puisque aucun bien n'est jamais échangé contre de l'argent). Cette stratégie d'investissement retire plus de liquidité au marché qu'elle ne lui en procure », conclut Bass⁴⁷.

« Si le marché est dominé par des investisseurs qui roulent des positions longues, il enregistre en permanence une nouvelle demande (qui n'est bien sûr jamais censée être satisfaite physiquement puisque aucun bien n'est jamais échangé contre de l'argent). Cette stratégie d'investissement retire plus de liquidité au marché qu'elle ne lui en procure. »

Hans H. Bass, Université de Brême

Les investissements des fonds constituent ainsi la majeure partie des positions d'achat (longues) ouvertes sur les marchés à terme des matières premières. Les

⁴⁷ Hans H. Bass, Finanzmärkte als Hungerverursacher?, Étude réalisée pour la Welthungerhilfe, Bonn, 2011.

quelque 30 gestionnaires de fonds indiciels répertoriés par la CFTC détiennent à eux seuls entre 35 et 50 % de toutes les positions longues pour les contrats de blé négociés à Chicago. Ils sont ainsi de loin les plus grands acheteurs de blé du monde et dominent l'ensemble du marché. Michael Masters, un spécialiste américain des marchés financiers, a expliqué l'importance du phénomène dès mai 2008, lors d'une audition devant le Sénat américain. Selon lui, le volume d'achat détenu à ce moment-là par les fonds indiciels sur le marché du blé aurait suffi à « fournir tous les citoyens américains autant de blé, de pâtes et de produits de boulangerie qu'ils peuvent manger pendant les deux prochaines années ». Les positions détenues par les « spéculateurs indiciels » dans les contrats à terme sur le maïs sont tout aussi importantes. Souvent, récapitule Masters, le prix élevé du maïs s'explique par la forte hausse de la demande en éthanol destiné au mélange avec l'essence. Mais en même temps, la quantité achetée par les gestionnaires des fonds indiciels sur le marché à terme suffirait théoriquement à couvrir tous les besoins de l'industrie de l'éthanol pendant un an⁴⁸.

Cela signifie que les acheteurs de futures qui souscrivent aux contrats uniquement à des fins spéculatives sont en concurrence directe avec les transformateurs qui, pour garantir les prix, doivent également souscrire à des positions longues. En tant que propriétaire et gestionnaire d'un hedge fund performant, Masters n'est certainement pas un ennemi du secteur financier, mais il considère l'idée que les achats des fonds ne seraient pas en mesure d'influencer les prix comme complètement erronée. « Quand des milliards de dollars sont investis sur des marchés relativement petits, tels que celui des matières premières agricoles, cela fait inévitablement augmenter la volatilité et gonfler les prix – et lorsque cela touche les denrées alimentaires et l'énergie, ce n'est pas la même chose qu'avec l'immobilier ou les actions. Quand les prix des denrées alimentaires doublent, les populations meurent de faim. »⁴⁹

C'est aussi l'avis du légendaire gestionnaire de hedge fund George Soros, le vétéran de la spéculation qui a plusieurs décennies d'expérience sur les marchés financiers. Les acheteurs indiciels, a-t-il déclaré lors d'une autre audition devant le Sénat américain, « se multiplient d'un seul côté du marché et ont assez de poids pour le déséquilibrer »⁵⁰. Bart Chilton, l'un des cinq « commissaires » à la direction de la CFTC, tire la même conclusion. Lors d'un débat avec le groupe de lobbying Futures Industry Association, il a déclaré qu'il ne pensait pas que les investisseurs indiciels « [contrôlaient] les prix » mais qu'il était par contre convaincu qu'ils « [appuyaient] sur l'accélérateur »⁵¹.

En intervenant sur de longues périodes uniquement en tant qu'acheteurs, ces investisseurs « provoquent une hausse structurelle des prix des matières premières », juge également le spécialiste des marchés David Frenk, qui participait autrefois lui-même au commerce de futures de pétrole pour le compte d'un hedge fund et qui milite aujourd'hui en faveur de la réglementation des marchés à terme au sein de l'organisation américaine Better Markets⁵².

En intervenant sur de longues périodes uniquement en tant qu'acheteurs, les hedge funds provoquent une hausse structurelle des prix des matières premières.

⁴⁸ Témoignage de Michael W. Masters, Masters Capital Management, LLC, devant le Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Sénat des États-Unis, 20.05.2008.

⁴⁹ Citation tirée de : The Guardian, Global food crisis: the speculators playing with our daily bread, 02.06.2011.

⁵⁰ Citation tirée de : Financial Times, Soros sounds alarm on 'oil bubble', 03.06.2008.

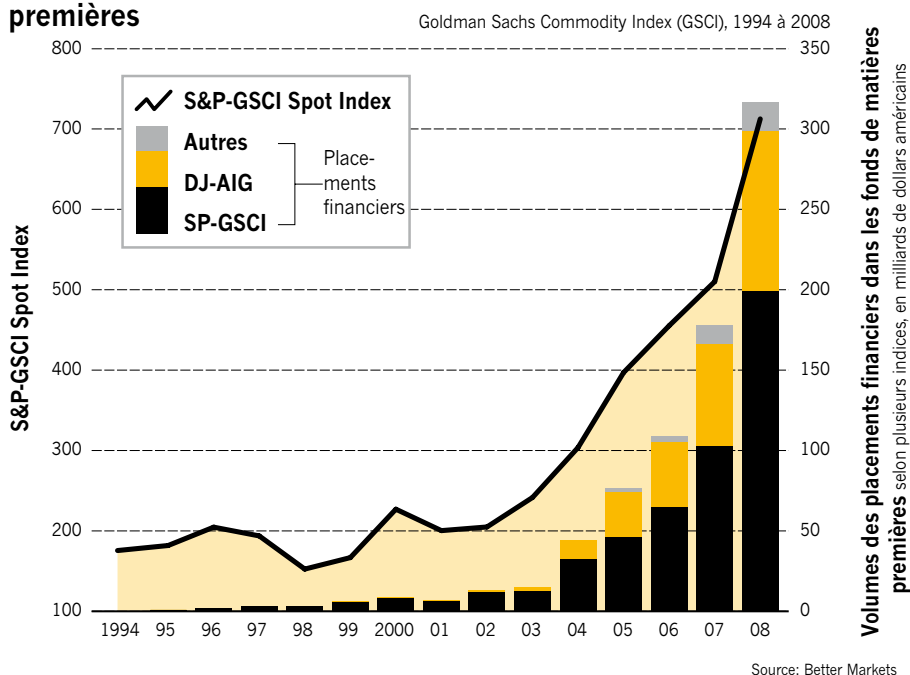
⁵¹ Bart Chilton, Opening Remarks to the Futures Industry Association's Panel Discussion: Financial Investors' Impact on Commodity Prices, Boca Raton, Floride, 16.03.2011.

⁵² Entretien avec l'auteur à Washington, 03.05.11.

L'influence des investisseurs financiers suit souvent la dynamique d'une prévision qui s'auto-réalise et s'auto-renforce. Car plus il y a d'investissements dans les fonds, plus les prix augmentent et plus les nouveaux investisseurs affluent. La phase de progression rapide des prix qui a duré jusqu'à l'été 2008 et a touché toutes sortes de matières premières s'est ainsi accompagnée de l'arrivée massive de capitaux destinés aux fonds indiciels (voir graphique). Et c'est là que de nombreux autres investisseurs en profitent, notamment pour les hedge funds et les opérations pour compte propre des banques, pour prendre à leur tour le train en marche. Souvent, cela se passe même sans l'intervention active des opérateurs puisque ces fonds fonctionnent avec des logiciels de commerce automatisés qui réagissent aux signaux de prix et renforcent donc encore la tendance.

Plus il y a d'investissements dans les fonds, plus les prix augmentent et plus les nouveaux investisseurs affluent.

Les placements dans les fonds indiciels et les prix des matières premières



L'économiste autrichien Stephan Schulmeister a étudié comment le comportement moutonnier des investisseurs renforçait de cette manière l'évolution des prix. Dans ses modèles, il a appliqué plus de mille de ces logiciels aux marchés à terme. Il a ainsi montré que c'est « en particulier l'utilisation très répandue de systèmes de commerce techniques [qui] renforce l'évolution tendancielle des prix des matières premières ». Ce fin connaisseur du système financier écrit que « la contribution de ces pratiques commerciales à l'envolée des prix a été particulièrement marquée lors du dernier boom des prix des matières premières » (dans les années 2007 et 2008)⁵³.

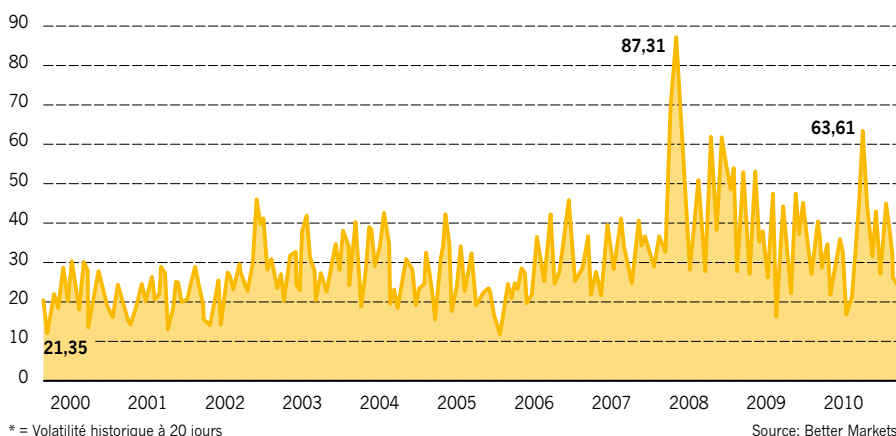
Le comportement des investisseurs indiciels n'explique certainement pas à lui seul l'alternance entre des phases où les prix augmentent rapidement et celles

⁵³ Stephan Schulmeister, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, Trading Practices and Price Dynamics in Commodity Markets and the Stabilising Effects of a Transaction Tax, Vienne, janvier 2009.

où, quand de nombreux investisseurs se retirent du marché, ils retombent. Mais les « fonds indiciels sont la baleine du marché »⁵⁴, explique Frenk. Comme leurs importantes positions dominent le marché, l'arrivée croissante d'autres fonds gérés activement provoquent des variations de prix d'autant plus fortes. C'est pour cela qu'à la suite de la dérégulation et de l'arrivée massive des investisseurs spéculateurs, l'amplitude des fluctuations, ce qu'on appelle la volatilité des prix des futures, a fortement augmenté – avec des envolées de prix de plus en plus fréquentes et de plus en plus importantes. Avant 2004 encore, les prix des contrats à terme pour le blé à la Bourse de Chicago ne fluctuaient en général que de 20 à 30 % en un an. Depuis l'arrivée des fonds, des hausses allant jusqu'à 70 % sont devenues courantes (voir graphique). Qu'il s'agisse du pétrole, du gaz naturel, du coton, du maïs, du blé ou du café : pour toutes les catégories de matières premières, les producteurs et les transformateurs sont confrontés, depuis la dérégulation, à des fluctuations de prix bien plus importantes – et cela ne concerne pas seulement les places boursières américaines. Selon la Commission européenne, le Matif, cette bourse de céréales parisienne de taille relativement modeste, a enregistré une forte hausse de la volatilité des prix de ses futures depuis 2006⁵⁵.

Les prix du blé dans la fièvre des marchés financiers

Fluctuation du prix du « front-month-future » sur le blé au CBOT, en pourcentage*



Aujourd'hui, les marchés des futures créent l'incertitude qu'ils étaient à l'origine censés prévenir.

Les marchés des futures créent ainsi l'incertitude qu'ils étaient à l'origine censés prévenir. Pour de nombreux opérateurs commerciaux, ils perdent donc leur fonction. Car la forte amplitude des fluctuations fait automatiquement augmenter les coûts liés à une éventuelle couverture. Plus les fluctuations sont importantes, plus les utilisateurs doivent payer pour les marges, c'est-à-dire les dépôts de garantie qu'ils sont obligés de verser lors de la souscription à un future à la bourse. Parallèlement, quand les prix retombent, les acheteurs des entreprises alimentaires et des compagnies aériennes enregistrent des pertes considérables. Cela s'est particulièrement fait sentir en 2007 et 2008, quand le prix du pétrole est, en 24 mois, d'abord passé de 60 à 140 dollars le baril pour ensuite retomber à 40 dollars. Au cours de cette période, Delta Airlines, le plus grand groupe aérien des États-Unis, a enregistré des pertes à hauteur de 1,7 milliard de dollars dans

⁵⁴ Entretien avec l'auteur à Washington, 03.05.2011.

⁵⁵ Commission of the European Communities, Agricultural commodity derivative markets: the way ahead, Commission Staff Working Document, Bruxelles, 28.10.2009.

le hedging, comme son juriste en chef l'a déclaré à l'autorité de surveillance américaine⁵⁶. Southwest Airlines, la société concurrente, a de son côté annoncé que ses contrats à terme lui avaient aussi fait perdre 2 milliards de dollars en 15 jours au cours d'octobre 2008⁵⁷. La compagnie aérienne US Airways a même indiqué qu'elle avait totalement abandonné le hedging parce que les dépôts de garantie pesaient trop sur ses liquidités.

Les négociants de pétrole brut, les entreprises alimentaires ou les transformateurs de coton se plaignent du même phénomène. Sean Cota, un fournisseur de pétrole brut de l'État fédéral américain du Vermont, explique par exemple que pour garantir les prix, il devait autrefois payer, avant le début de la vague de spéculation, seulement 6 centimes par gallon de pétrole brut. Aujourd'hui, il dit en payer 37 qu'il doit répercuter sur le prix de vente, ce qui fait augmenter les frais de chauffage de ses clients. Howard Schultz, directeur de la chaîne de cafés Starbucks, déplore pour sa part « l'ingénierie financière » (financial engineering) sur les marchés des matières premières, qu'il rend responsable des hausses de prix⁵⁸. Le problème touche tout autant les vendeurs qui souhaitent se protéger sur les marchés à terme. Car eux-aussi sont obligés de verser des marges plus élevées. Pour un contrat sur le coton d'un montant supérieur à 50 000 livres sterling, par exemple, l'Intercontinental Exchange exigeait, jusqu'en 2010, un dépôt de garantie compris entre 1 500 et 2 100 dollars. Mais en 2011, ce montant atteignait jusqu'à 8 400 dollars. Wallace Darneille, directeur de la Plains Cotton Cooperative Association, l'un des plus grands producteurs de coton américains, déclare que sa société a fortement limité ses activités de hedging, car « le marché [à terme] ne marche plus, il ne remplit plus sa fonction »⁵⁹. Les envolées de prix de plus en plus importantes sur les marchés à terme montrent bien qu'il est absurde d'affirmer que la spéculation sert avant tout à ce que les producteurs et les transformateurs garantissent leurs prix. En fait, garantir les prix coûte plus cher qu'autrefois et l'incertitude a augmenté.

Les envolées de prix de plus en plus importantes sur les marchés à terme montrent bien qu'il est absurde d'affirmer que la spéculation sert avant tout à ce que les producteurs et les transformateurs garantissent leurs prix. En fait, garantir les prix coûte plus cher qu'autrefois et l'incertitude a augmenté.

Cependant, cela correspond tout à fait aux intérêts des instituts financiers qui participent à ces activités. Car plus les fluctuations de prix sont importantes, plus d'autres sociétés qui ne voyaient autrefois pas l'utilité de recourir au hedging se voient aujourd'hui obligées d'acheter une couverture aux banques pour pouvoir planifier correctement leurs affaires. Cela assure aux groupes financiers un volume de commissions de plus en plus important. Les experts en marketing de la Deutsche Bank ont eux-mêmes documenté – bien involontairement – ce modèle économique basé sur une incertitude délibérément provoquée par la spéculation. Dans une brochure publicitaire destinée aux clients industriels, ils indiquent en effet, sous le titre « façonner les prix des matières premières », que « la Deutsche Bank garantit désormais les prix d'environ 50 matières premières. Et on en compte de plus en plus : presque toutes les matières premières négociées sur les marchés à terme peuvent être garanties. Cette cotation en bourse est une condition du hedging, mais elle rend aussi les prix plus sensibles aux fluctuations liées à la spéculation – il est donc d'autant plus nécessaire de prendre une garantie »⁶⁰.

⁵⁶ Ben Hirst, Delta Air Lines, audition devant la CFTC, Washington, 28.07.2009.

⁵⁷ David Berg, vice-président de l'Air Transport Association, dans une lettre à la CFTC, Washington, 23.04.2010.

⁵⁸ Interview donnée à la CNBC, 06.04.2011.

⁵⁹ New York Times, Companies Hedge Bets at a Cost to Consumers, 05.05.2011.

⁶⁰ Results, magazine des entrepreneurs de la Deutsche Bank, Rohstoffpreise gestalten, édition spéciale, Frankfurt-sur-le-Main, novembre 2010.

LES MARCHÉS DES FUTURES (NE) SONT (PAS) DES JEUX À SOMME NULLE – LA CÉLÈBRE THÈSE DE PAUL KRUGMAN

MARCHÉ SPOT

Le marché spot est le marché dans lequel sont fixés les prix des marchandises destinées à une livraison immédiate – contrairement au marché à terme ou marché des futures où l'on négocie le prix de livraisons futures.

Selon Krugman, les critiques de la spéculation seraient des « balivernes qui relèvent de la spéculation ». Car le négoce des futures consisterait simplement en des paris sur les prix futurs, et serait au bout du compte un jeu à somme nulle – indépendamment du nombre de futures négociés. Il ne créerait pas de demande supplémentaire.

Sans tenir compte de ces dysfonctionnements évidents, les défenseurs du négoce illimité sur les marchés à terme avancent un argument apparemment de poids : l'important ne serait pas de connaître les montants investis dans les futures et de savoir si cet apport d'argent influence ou non les prix, puisque cela n'aurait aucun effet sur les prix spot des biens physiques. Car ces prix seraient exclusivement déterminés par les quantités disponibles et par la demande correspondante. Et ce serait finalement ces prix dont les consommateurs et aussi les pays en développement tributaires des importations de denrées alimentaires et de pétrole devraient s'acquitter. Le principal défenseur de cette thèse est l'économiste Paul Krugman, prix Nobel d'économie connu pour son esprit critique. Mais la critique de l'augmentation de la spéculation, écrit Krugman dans son blog du New York Times, serait « des balivernes qui relèvent de la spéculation ». Le négoce des futures consisterait simplement en des paris sur les prix futurs, et serait au bout du compte un jeu à somme nulle. À chaque acheteur d'une position longue correspondrait finalement aussi un vendeur qui accepterait la position courte. Qu'il y ait beaucoup de futures négociés ou non, cela ne créerait pas de demande supplémentaire de matières premières. Par conséquent, cela aurait « no, zero, nada » effet direct sur le prix spot. Cela pourrait tout au plus arriver si les prix élevés des futures conduisaient à ce que les producteurs conservent leurs marchandises et commencent à stocker de plus en plus le pétrole ou les céréales dans leurs réservoirs ou leurs silos pour pouvoir les vendre plus tard à un prix plus élevé. Cependant, rien ne prouverait la généralisation de telles pratiques⁶¹. Steffen Roth, secrétaire général de l'Institut de politique économique à l'Université de Cologne, l'une des grandes facultés d'économie allemandes, partage ce point de vue. Roth pense que rendre la spéculation responsable de la hausse des prix est « complètement stupide ». « La quantité de matières premières agricoles » ne changerait pas « du fait de l'activité des secteurs financiers ». Car un contrat à terme définirait « seulement qui sera le propriétaire de la récolte en été et non pas si la récolte va être importante ». C'est pourquoi « les acteurs des marchés financiers ne [seraient] pas responsables des déséquilibres du marché, ils en [seraient] seulement les messagers précoces »⁶².

À première vue, cela paraît convaincant. Car il n'y a finalement aucun gramme de blé ni aucun baril de pétrole en moins dans le monde si les investisseurs font des paris sur les marchés à terme. Et pourtant, la thèse de Krugman et de ses alliés universitaires présente un défaut important : elle sort directement des manuels de sciences économiques et n'a pas grand-chose à voir avec la réalité des marchés des matières premières, notamment agricoles. Elle suppose en effet que le prix spot est fixé indépendamment de l'évolution sur les marchés à terme. Mais ce n'est justement pas le cas. En fait, les cotations sur le marché à terme influencent largement les prix pratiqués sur le marché physique.

⁶¹ Paul Krugman, Speculative Nonsense, New York Times Blog, 23.06.2008.

⁶² Steffen J. Roth, Hunger stillt man nicht durch Regulierung, Süddeutsche Zeitung, 29.03.2011.

Concernant les céréales, n'importe quel agriculteur moderne pourra immédiatement le confirmer. Heinrich Heitmüller, par exemple, tient une exploitation à Rügen et produit du blé et du colza sur environ 400 ha. Il répond par un sourire à la question de savoir comment il calcule ses prix et les négocie avec les négociants de céréales. Puis il tire son téléphone portable de sa poche, tape sur l'écran et montre le résultat : « voilà, ce sont les prix actuels du Matif à Paris et ce sont aussi mes prix ». Il fait allusion aux cotations de la bourse de céréales de Paris dont les cours suivent généralement ceux de Chicago, surtout pour le blé qui est en grande partie négocié au niveau international. Les prix finaux sont ensuite légèrement différents en fonction des frais de transport ou de la qualité. Mais sinon, assure Heitmüller, le prix de la bourse serait aussi le prix spot. Detlev Kock, membre du conseil d'administration de la société HG Nord, une des plus grandes sociétés céréalières allemandes, le confirme. Et aucun de ses collègues, que ce soit en Amérique, en Australie ou en Europe ne le contredirait.

Cette situation a plusieurs explications. Il n'existe notamment que des bourses régionales aux cotations irrégulières pour les marchandises négociées physiquement dans les grands pays producteurs, cela veut dire que seul le marché à terme offre aux acheteurs et aux vendeurs des informations sur la situation générale du marché. C'est pour cela que Heitmüller considère que « c'est une chance qu'il existe », car il lui permet de vérifier à tout moment si le prix proposé par son négociant est convenable. Ainsi, le prix du prochain future à arriver à échéance est aussi presque toujours le prix que les transformateurs ou les acheteurs des pays tributaires des importations paieront. En règle générale, cela est même expressément prévu dans les contrats de livraison à long terme entre les grossistes et l'industrie⁶³. C'est aussi la raison pour laquelle les services d'information tels que Reuters ou Bloomberg se réfèrent constamment aux cours du « front month future » quand ils parlent du prix actuel du pétrole brut, des céréales ou des métaux industriels.

Mais si les prix des contrats à terme sont d'abord déterminés par le cours des actions d'investisseurs spéculateurs, cela a donc bien des conséquences directes sur le marché physique. Car aucun producteur ne vendra des quantités importantes de marchandises à des prix inférieurs à ceux qu'il peut obtenir sur les marchés à terme. C'est aussi ce que conclut une étude approfondie réalisée par le International Food Policy Research Institute de Washington, une organisation financée par 64 gouvernements et fondations privées. Les auteurs y résument que « les marchés des futures sont généralement prédominants par rapport aux marchés spot. Les variations de prix sur les marchés des futures provoquent plus souvent des variations sur les marchés spot que l'inverse »⁶⁴.

« Les marchés des futures sont généralement prédominants par rapport aux marchés spot. Les variations de prix sur les marchés des futures provoquent plus souvent des variations sur les marchés spot que l'inverse. »

International Food Policy Research
Institute, Washington

⁶³ Documenté dans : Better Markets, Avis sur la proposition de la CFTC concernant l'introduction de nouvelles limites de position, Washington, 28.03.2011.

⁶⁴ Manuel Hernandez, Maximo Torroero, Examining the Dynamic Relationship between Spot and Future Prices of Agricultural Commodities, IFPRI Discussion Paper 00988, Washington, juin 2010.

« Les prix [des matières premières] peuvent être amenés à augmenter du simple fait que tout le monde attend des prix plus élevés, ce que favorise encore plus la hausse des cotations des futures liée à l'augmentation de la demande de futures à travers la spéculation financière. »

UNCTAD

Les prix peuvent donc augmenter ou bien baisser même si les quantités de marchandises physiquement disponibles ne varient pas. Cela est particulièrement vrai quand la majorité des investisseurs sur les marchés à terme ne se laissent justement pas influencer par les informations sur les récoltes ou la consommation, et qu'ils investissent plutôt régulièrement dans un panier de futures contenant tous les types de matières premières de l'indice correspondant, c'est-à-dire quand ils interviennent pendant une période prolongée uniquement en tant qu'acheteurs et non pas en tant que vendeurs. Même si, contrairement aux spéculateurs classiques, ils ne réduisent pas volontairement l'offre de biens physiques en stockant des matières premières, leurs investissements ont un effet comparable sur les prix du marché. Car ils pratiquent de facto une sorte d'« accumulation virtuelle », comme l'appelle Olivier De Schutter, le Rapporteur spécial des Nations Unies sur le droit à l'alimentation, qui a publié une étude consacrée à ce sujet⁶⁵. George Soros partage ce point de vue. Selon lui, ce sont les attentes des spéculateurs, leurs « paris sur les futures », qui font augmenter les prix et faussent ainsi le marché. Cela concernerait particulièrement le commerce de matières premières agricoles. Toujours selon Soros, les pratiques sur ces marchés sont assimilables à du « stockage de denrées alimentaires en pleine période de famine »⁶⁶. Les économistes de la CNUCED, la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, décrivent la situation de manière tout à fait similaire. Dans une étude de fond sur les vices de construction des marchés financiers modernes, ils écrivent que « les prix [des matières premières] peuvent être amenés à augmenter du simple fait que tout le monde attend des prix plus élevés, ce que favorise encore plus la hausse des cotations des futures liée à l'augmentation de la demande de futures à travers la spéculation financière »⁶⁷. Ce mécanisme s'appliquerait en particulier aux matières premières pour lesquelles les consommateurs et les producteurs n'ont pas la possibilité de diminuer rapidement leur consommation en cas d'augmentation des prix, c'est-à-dire notamment aux céréales et en grande partie aussi au pétrole brut et à l'essence. Car les êtres humains ne peuvent pas se passer de nourriture et ils ne peuvent diminuer leur consommation pour le chauffage, l'électricité et le transport que tout au plus sur le long terme. L'« élasticité des prix » de la consommation décrite par les économistes serait donc extrêmement limitée. Les auteurs de l'étude de la CNUCED en concluent que les consommateurs doivent donc « accepter la hausse des prix pendant quelque temps » et que « les stocks n'augmentent pas, le marché est équilibré, mais les prix sont plus élevés qu'ils ne le seraient sans spéculation ».

À cela s'ajoute un autre élément important : contrairement à l'affirmation de Krugman et de ses partisans universitaires, il n'est pas du tout prouvé – au moins dans le cas des céréales – que les producteurs et les sociétés commerciales, dans les périodes où les prix des futures augmentent plusieurs fois de suite, s'abstiennent bien de stocker leurs biens physiques, alors qu'ils peuvent espérer les vendre plus cher plus tard. Le ministère de l'Agriculture américain et la FAO publient certes régulièrement des données sur les stocks de céréales. Mais ces données ne reposent que sur des sondages et sur les indications que les gouvernements transmettent à ces deux institutions. Les réserves constituées par les nombreux acteurs privés, des agriculteurs aux sociétés commerciales en passant

⁶⁵ Olivier de Schutter, Food Commodities Speculation and Food Price Crises, Briefing Note, Bruxelles, 02.09.2010.

⁶⁶ Stern.de, „We are in the midst of the worst financial crisis in 30 years“, interview de George Soros, 03.07.2008.

⁶⁷ CNUCED, Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, Chapter III, Genève, 2009.

par les transformateurs industriels, ne sont soit pas du tout prises en compte soit très mal évaluées. Les cinq grands groupes qui contrôlent environ les trois quarts du commerce international de céréales, les sociétés Cargill, ADM, Bunge, Dreyfus et Glencore, gèrent ainsi un réseau mondial d'entrepôts de stockage. Mais ils ne donnent strictement aucune information sur leurs stocks ; c'est après tout l'un de leurs principaux secrets commerciaux. À ces stocks s'ajoutent les quelques milliers de silos à céréales qui sont gérés en toute autonomie par les agriculteurs et leurs coopératives. Personne ne sait dans quelle mesure leurs propriétaires – en réponse à la hausse des prix des futures – les utilisent pour spéculer eux aussi sur les biens physiques. Les grands exploitants américains ont en tout cas nettement augmenté leurs capacités de stockage dans cet objectif précis. La construction de silos à céréales connaît depuis plusieurs années déjà « un boom incroyable », expliquait l'agronome américain Michael Swanson dans le *Financial Times* en avril 2011. « Ces quatre dernières années, les agriculteurs ont plus augmenté les capacités de stockage de leurs exploitations que pendant les 30 dernières années réunies. »⁶⁸ Cela vient confirmer les résultats d'une enquête du Sénat américain. Dans cette enquête, « de nombreux négociants et analystes ont expliqué que la hausse des prix des futures a fait qu'il est plus rentable pour les négociants de céréales d'acheter des céréales sur le marché au comptant, de les stocker, et de couvrir ces achats en vendant des futures à des prix relativement élevés que de passer par des transactions d'arbitrage (acheter du blé sur le marché au comptant, vendre des futures, et livrer ensuite le blé) à l'expiration du contrat »⁶⁹. Le stockage effectué dans l'espoir d'obtenir des prix plus élevés, favorisé par le marché à terme, est également répandu en Europe, confirme Detlev Kock de l'entreprise céréalière HG Nord. Ainsi, indique-t-il, il serait fréquent de voir des agriculteurs vendre tout d'abord seulement une partie de leur récolte et stocker le reste. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que les estimations relatives aux quantités stockées varient considérablement selon la source. Par exemple, la société privée de conseil agricole Stratégie Grains a avancé, au début de l'été 2011, une estimation supérieure de 16 millions de tonnes à celle du ministère de l'Agriculture américain – une différence qui représente tout de même environ 10 % du volume total de céréales négocié à l'échelle planétaire⁷⁰.

L'exemple des réserves de céréales russes a également bien montré, en juin 2011, combien les chiffres publiés étaient imprécis. À cause de la terrible sécheresse de l'été précédent, une grande partie de la récolte de blé avait alors séché dans les champs. Pour protéger sa propre population contre une augmentation trop importante du prix du pain, le ministre-président Vladimir Poutine a donc interdit les exportations de céréales. Alors que cela a provoqué une flambée des prix sur le marché mondial, les prix du blé tendre panifiable ont chuté de 50 % en Russie. Cela a incité de nombreuses grandes exploitations agricoles du pays à stocker sans plus attendre leurs récoltes qui avaient certes souffert de la sécheresse mais qui n'étaient pas irrécupérables – jusqu'à la levée prévisible de l'interdiction des exportations et la normalisation des prix du marché mondial. Au mois de juin suivant, il s'est tout à coup avéré que quelque 18 à 20 millions de tonnes de blé et de seigle, qui n'apparaissaient jusqu'alors dans aucune des statistiques publiées, avaient en fait été stockés⁷¹.

La hausse des prix des futures a fait qu'il est plus rentable pour les négociants d'acheter des céréales sur le marché au comptant, de les stocker, et de couvrir ces achats en vendant des futures à des prix relativement élevés que de passer par des transactions d'arbitrage à l'expiration du contrat.

⁶⁸ *Financial Times*, Farmers look to earn their corn with new storage bins, 06.04.2011.

⁶⁹ Sénat des États-Unis, Permanent Subcommittee on Investigations, Excessive Speculation on the Wheat Market, Washington, 24.06.2009.

⁷⁰ Stratégie Grains, n°221, 12.05.2011.

⁷¹ Agrimoney.com, Russia grain losses exaggerated, 06.06.2011.

À bien des égards, la thèse qui voudrait que la spéculation sur les futures n'influence pas les prix du commerce physique n'est donc pas recevable :

- >> La majeure partie des investissements en capital effectués à des fins spéculatives sur les marchés des matières premières provient des fonds indiciels qui n'interviennent qu'en tant qu'acheteurs et provoquent donc une augmentation structurelle des prix des futures.
- >> Seul le marché à terme fournit aux acheteurs et aux vendeurs des informations sur la situation du marché. C'est pour cela que sur les marchés physiques, les partenaires commerciaux se fient à l'évolution des marchés à terme.
- >> D'un point de vue économique, il serait insensé de proposer une marchandise sur le marché physique à un prix nettement inférieur à celui qui est pratiqué sur le marché à terme. De même, aucun acheteur ne s'intéressera sur le marché physique à une marchandise proposée à un prix supérieur à celui qui est pratiqué sur le marché à terme.
- >> La hausse des prix des futures peut également favoriser la spéculation à travers le stockage de matières premières, ce qui provoque une diminution de l'offre et donc une nouvelle hausse des prix, sans qu'il soit possible d'évaluer précisément les quantités stockées.

« Quand les prix [des futures] augmentent du fait que les stratégies commerciales des investisseurs ne s'appuient pas sur les fondamentaux et misent plutôt sur un renforcement de la tendance, il est logique que les négociants physiques stockent dans un premier temps leurs marchandises. »

.....
Olivier de Schutter, Rapporteur
spécial des Nations Unies sur le droit à
l'alimentation

L'objection des économistes universitaires, selon laquelle de telles pratiques de stockage n'existeraient pas, est contraire à la logique des affaires, comme Olivier De Schutter, le Rapporteur spécial des Nations Unies sur le droit à l'alimentation, le fait remarquer : « Quand les prix [des futures] augmentent du fait que les stratégies commerciales des investisseurs ne s'appuient pas sur les fondamentaux et misent plutôt sur un renforcement de la tendance, il est tout simplement logique que les négociants physiques stockent dans un premier temps leurs marchandises (...) il serait idiot d'agir autrement ». Ceux qui avancent que les opérateurs « agissent contre leurs propres intérêts commerciaux devraient commencer par le prouver avant de demander des preuves établissant que la pratique du stockage se répand »⁷².

.....
⁷² Entretien avec l'auteur, 04.05.2001.

COMMENT COMPARER DES POMMES À DES POIRES, OU LA DIFFICULTÉ D'APPRÉCIER L'IMPACT DE LA SPÉCULATION SUR LES PRIX

N'ignorant rien des liens réels entre les prix pratiqués sur le marché à terme et les prix spot, les partisans des paris sur les marchés à terme recourent donc généralement à un autre argument : le simple fait que les prix des matières premières et leur volatilité augmentent parallèlement au développement des investissements spéculatifs dans les produits dérivés sur matières premières ne suffirait pas à prouver que la spéculation est à l'origine de la hausse des prix, déclare par exemple Steve Strongin, responsable général de la stratégie d'investissement chez Goldman Sachs à New York. En 2008, il n'y aurait « pas de preuve crédible d'un lien entre les investissements dans les fonds indiciels sur matières premières en général et la forte hausse des prix du blé ». Cette hausse aurait plutôt découlé du manque important de réserves. Il en serait de même pour le prix du pétrole brut⁷³. Les experts de la direction du marché intérieur de la Commission européenne recourent au même argumentaire. Il y aurait certes une « forte corrélation entre les positions sur les marchés des produits dérivés et les prix spot » pour les biens physiques, écrivent-ils au début de l'année 2011 dans un rapport sur la nouvelle réforme du marché des valeurs. Mais il n'y aurait « pas de preuve solide du rapport de causalité entre la spéculation sur les marchés de produits dérivés sur matières premières d'une part et la volatilité excessive ainsi que les hausses de prix observées sur les marchés physiques sous-jacents d'autre part »⁷⁴. C'est sur cet argument que s'appuient aussi les directeurs de nombreuses caisses de retraite pour justifier le fait qu'ils ont investi plusieurs centaines de milliards de dollars, de livres ou d'euros dans les paris sur les marchés des matières premières⁷⁵. Les grands médias économiques ressassent aussi cette idée depuis des années. Que le lecteur ouvre le Financial Times, le Wall Street Journal, The Economist, ou bien le Frankfurter Allgemeine Zeitung, il trouvera toujours dans les articles consacrés à la spéculation sur les matières premières l'indication qu'il n'y aurait « dans la pratique aucune preuve » de sa possible influence sur les prix.

Cet argumentaire renvoie à un problème bien connu de l'analyse statistique. Quand deux grandeurs évoluent parallèlement dans le temps, on ne peut pas tout de suite dire si elles s'influencent mutuellement, si elles ont une cause commune ou bien si la corrélation des valeurs est peut-être tout simplement le fruit du hasard. Pour prouver qu'un tel rapport de causalité n'existe pas, Strongin et beaucoup de ses partisans se réfèrent à une étude des économistes américains Scott Irwin et Dwight Sanders réalisée pour le compte de l'OCDE⁷⁶. Pour déterminer si, en particulier, les investisseurs indiciels, qui détiennent la majeure partie des investissements spéculatifs sur les marchés à terme, influencent les prix, ces économistes ont utilisé une méthode qui a été mise au point par l'économiste et prix Nobel Clive Granger et qui est aujourd'hui un outil d'analyse classique en sciences économiques : le test de causalité de Granger. La logique est simple. On prend les valeurs des deux grandeurs et on les compare non pas pour un jour donné mais avec un certain décalage dans le temps, de plusieurs

« Il n'y a pas de preuve solide du rapport de causalité entre la spéculation sur les marchés de produits dérivés sur matières premières d'une part et la volatilité excessive ainsi que les hausses de prix observées sur les marchés physiques sous-jacents d'autre part. »

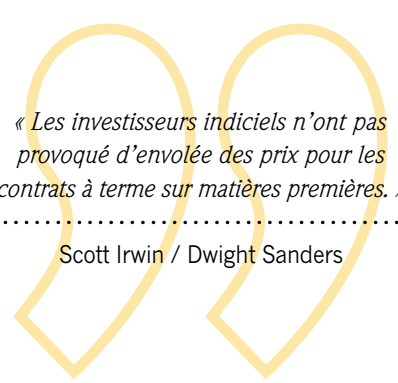
.....
Commission européenne

⁷³ Steve Strongin, Letter to the Editor, Harper's Magazine, 08.07. 2010.

⁷⁴ Citation tirée de : Financial Times, Commodities daily: Spectres of speculation, 28.01.2011.

⁷⁵ Reuters, Pension funds mull ethics of commodity investments, 22.06.2011.

⁷⁶ Scott. H. Irwin, Dwight R. Sanders, The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets, OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers, No. 27, OECD Publishing. doi: 10.1787/5kmd40wl1t5f-en, Paris, 2010.



« Les investisseurs indiciels n'ont pas provoqué d'envolée des prix pour les contrats à terme sur matières premières. »

.....
Scott Irwin / Dwight Sanders

jours, semaines ou mois selon le cas. Si l'on observe que la variation d'une des deux grandeurs peut laisser « prévoir » que l'autre grandeur évoluera – plus tard – dans le même sens, alors que ce n'est pas le cas dans l'autre sens, alors il est très probable qu'il existe un rapport de causalité.

Irwin et Sanders se sont intéressés aux données publiées chaque semaine par la CFTC concernant les positions des investisseurs indiciels sur les 12 marchés à terme agricoles étudiés (du blé jusqu'aux demi-porcs), pour la période de 2006 à 2009, et ils les ont comparées, à l'aide du test de Granger, aux variations de prix du prochain future arrivant à terme sur ces mêmes marchés. Le résultat a été clairement négatif, ce qui a conduit les auteurs à conclure que « les investisseurs indiciels n'ont pas provoqué d'envolée des prix pour les contrats à terme sur matières premières »⁷⁷.

Selon de nombreux autres spécialistes, cette étude souvent citée ne répond cependant pas, à plus d'un titre, aux exigences scientifiques. L'économiste David Frenk, qui faisait autrefois lui-même des opérations sur les marchés à terme et qui est aujourd'hui un analyste reconnu des marchés des matières premières, est d'avis que l'étude utilise « des méthodes statistiques [qui] ne sont absolument pas adaptées aux données utilisées » et que ses résultats pourraient « être facilement démentis en considérant certains éléments fondamentaux »⁷⁸. Selon lui, les économistes seraient depuis longtemps d'accord sur le fait que les valeurs d'une grandeur qui connaît des variations à la fois fortes et fréquentes, telle que le prix du prochain future à arriver à terme, ne peuvent pas être soumises au test de Granger, car la valeur observée au moment choisi n'est qu'une valeur instantanée arbitraire. Il serait surtout insensé que Irwin et Sanders n'aient comparé les positions indicielles et les prix des futures qu'avec un décalage de sept jours. En procédant ainsi, il serait impossible de mettre en évidence que les positions des investisseurs indiciels influencent les prix. Car ces positions enregistrées par la CFTC ne concernent en aucun cas uniquement le prochain futur à arriver à terme pour la matière première en question ; elles concernent plutôt tous les futures négociés, c'est-à-dire aussi ceux qui arrivent à terme plus tard. Quand les fonds indiciels reçoivent de nouveaux capitaux et qu'ils les investissent dans des contrats à terme, ils ne se contentent pas d'acheter les prochains contrats à arriver à terme et répartissent généralement leurs investissements sur toutes les échéances à venir. En d'autres termes : Irwin et Sanders ont comparé des pommes à des poires, leurs résultats sont par conséquent irrecevables.

C'est pourquoi d'autres scientifiques obtiennent des résultats nettement différents en utilisant le test de Granger. Kenneth Singleton de l'Université de Stanford, par exemple, étudie depuis plus de dix ans le fonctionnement des marchés à terme, et il s'est notamment intéressé à l'influence de la spéculation sur les prix des futures sur le pétrole brut. Dans sa dernière étude publiée en mars 2011, il écrit qu'évaluer un tel rapport de causalité sur des périodes courtes de quelques jours n'a qu'une « valeur limitée » et qu'il est nettement plus pertinent d'examiner l'influence sur des semaines ou des mois⁷⁹. Il a donc comparé les positions des investisseurs indiciels avec les prix de tous les futures négociés et considéré un

.....
⁷⁷ Scott H. Irwin, Dwight R. Sanders, *The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets*, OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers, No. 27, Paris, 2010.

⁷⁸ David Frenk et al (Better Markets), *Review of Irwin and Sanders 2010 OECD Reports Speculation and Financial Fund Activity and The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets*, Washington, 30.06.2010.

⁷⁹ Kenneth J. Singleton, *Investor Flows and the 2008 Boom/Bust in Oil Prices*, Stanford, 23.03.2011.

décalage de trois mois. Selon Singleton, les résultats sont « étonnants ». À chaque fois qu'il y a eu des entrées et des sorties de capitaux sur les fonds indiciels, les prix des futures sur le pétrole brut auraient connu une hausse ou une baisse dans les trois mois suivants, et ce complètement indépendamment des données disponibles sur l'offre et la demande de pétrole. Singleton attribue cela à ce que les opérateurs du marché se comporteraient comme des moutons et se conformeraient volontiers aux décisions des grands fonds.

Christopher Gilbert, économiste à l'université italienne de Trento, tire la même conclusion. Il a lui aussi mis au point un modèle de calcul complexe pour enregistrer les flux d'investissement en temps réel et utilisé le test Granger. Ses résultats sont tout aussi clairs : « En investissant dans toute la palette de futures sur matières premières, les investisseurs indiciels semblent avoir fait gonfler les prix des matières premières alimentaires. » Selon Gilbert, ce serait là « la principale voie par laquelle les facteurs macroéconomiques et monétaires [auraient] provoqué les hausses des prix alimentaires en 2007-2008. »⁸⁰

Singleton et Gilbert sont certes les deux plus grands chercheurs dans ce domaine, mais ce ne sont nullement les seuls à attribuer un rôle important à la spéculation financière dans la hausse des prix des matières premières. Les auteurs de 35 autres études tirent les mêmes conclusions (voir bibliographie indicative). Cette question a fait l'objet d'une expertise reconnue que les économistes John Baffes et Tassos Haniotis ont publiée en juillet 2010. Baffes est économiste sénior sur les marchés des matières premières pour la Banque mondiale à Washington. Haniotis a la même fonction au sein de la direction générale de l'Agriculture de la Commission européenne. En discutant, ils reconnaissent tous deux avoir eux-mêmes longtemps pensé que les marchés reflétaient simplement les informations sur l'offre et la demande. Ils ne considéraient pas du tout la spéculation sur les marchés à terme comme un problème et attribuaient les critiques à son encontre à quelques adeptes des théories du complot. Toutefois, Baffes raconte qu'en décembre 2007, lors de la rédaction de ses analyses hebdomadaires, il a eu « des premiers doutes »⁸¹. Au premier semestre 2008, alors que les prix des matières premières mais aussi les prix des denrées alimentaires continuaient à monter en flèche malgré le début de la crise financière et la récession américaine qui sévissait déjà, il a finalement compris qu'il était devenu « impossible de ne présenter que des données sur la production ou la consommation en guise d'explication »⁸². C'est pourquoi Haniotis et lui ont décidé d'évaluer méthodiquement tous les résultats de recherche disponibles. Et contrairement à leur position d'origine, ils ont finalement conclu que la crise alimentaire de l'année 2007-2008 n'avait été provoquée ni par la hausse de la consommation en Chine ni par la production croissante de biocarburants. Selon eux, « l'activité des fonds indiciels a joué un rôle décisif dans l'envolée des prix de 2008 »⁸³.

Compte tenu de la multitude de preuves établies par des scientifiques reconnus, on peut se demander s'il est encore nécessaire de présenter des informations supplémentaires pour démontrer les dégâts causés par la spéculation excessive sur les marchés à terme. Ce débat se déroule visiblement comme celui sur la

« En investissant dans toute la palette de futures sur matières premières, les investisseurs indiciels semblent avoir fait gonfler les prix des matières premières alimentaires. »

.....
Christopher Gilbert

« L'activité des fonds indiciels a joué un rôle décisif dans l'envolée des prix de 2008. »

.....
John Baffes / Tassos Haniotis,

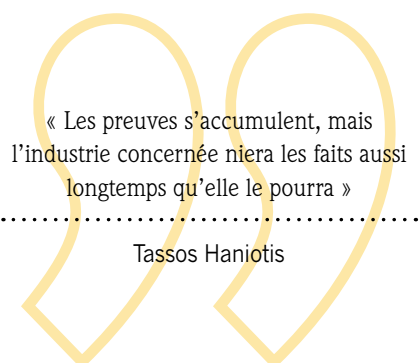
⁸⁰ Christopher L. Gilbert, How to Understand High Food Prices, Journal of Agricultural Economics, Vol. 61, No. 2, 2010.

⁸¹ Entretien avec l'auteur à Washington, 03.05.2011.

⁸² Entretien avec l'auteur à Washington, 03.05.2011.

⁸³ John Baffes, Tassios Haniotis, Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective, Policy Research Working Paper 5371, Banque mondiale, Washington, juillet 2010.

nocivité des cigarettes, ironise l'économiste européen Haniotis : « Les preuves s'accumulent, mais l'industrie concernée niera les faits aussi longtemps qu'elle le pourra »⁸⁴.



⁸⁴ Entretien avec l'auteur à Bruxelles, 16.03.2011.

AU-DELÀ DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE – LE PRIX DU PÉTROLE BRUT DANS LE TOURBILLON DES MARCHÉS DE CAPITAUX

C'est finalement ce qui se passe sur les marchés à terme qui montre combien le débat sur le soi-disant manque de preuves sur l'effet de la spéculation ne va pas dans le bon sens. Car aussi convaincante que l'« histoire » sur l'augmentation des besoins et le manque d'offre puisse paraître, elle a très souvent bien peu à voir avec l'évolution des prix observée dans la pratique sur les marchés des matières premières.

Ce décalage est particulièrement évident pour le pétrole brut. Dans le passé, il a certes connu des envolées de prix, notamment lors de la Révolution iranienne de 1979, lorsqu'un dixième de la production mondiale semblait être menacée presque d'un jour à l'autre, ou en 1991 pendant la première guerre du Golfe, lorsque les champs pétrolifères koweïtiens ont brûlé. Mais que s'est-il passé au printemps 2008 ? La production de pétrole n'a été menacée ni par une révolution ni par une guerre. La consommation de pétrole a bien progressé de 12 % en Chine en un an, mais elle a en même temps diminué d'autant plus fortement dans les pays industriels. Les États-Unis connaissaient déjà une récession depuis décembre 2007, tout comme une grande partie de l'Union européenne. Selon les indications de l'Agence d'information sur l'énergie (Energy Information Agency) du ministère américain de l'Énergie, la consommation mondiale de pétrole est donc passée, entre décembre 2007 et septembre 2008, de 87,5 à 85,3 millions de barils par jour. Parallèlement, la production mondiale de pétrole a même légèrement progressé, de 85,3 à 85,7 millions de tonnes par jour⁸⁵. On aurait donc pu s'attendre à une chute des prix. Au lieu de cela, le prix du pétrole a augmenté de 50 % entre janvier et juin, passant de 95 à 147 dollars par baril. Une seule explication était possible : étant donné que les affaires hypothécaires et immobilières s'étaient largement effondrées aux États-Unis, et que les taux d'intérêt, les rendements et les cours des actions étaient en chute, les investisseurs se sont tournés vers l'alternative offerte par le secteur financier : les paris sur la hausse des prix des matières premières. Au cours de la première semaine d'avril 2008, les investisseurs indiciels ont ainsi investi à eux seuls 10 milliards de dollars dans des opérations spéculatives liées aux futures sur le pétrole (voir graphique p. 56). Quand le système financier international était sur le point de s'effondrer et que les investisseurs ont été obligés de liquider tous les placements disponibles pour s'approvisionner en liquidités, la bulle de pétrole s'est enfin dégonflée et le prix du pétrole brut a chuté de 62 % en six mois. Dans ce contexte, même la Banque centrale européenne, jusque là plutôt favorable au secteur financier, en est arrivée à conclure que les activités sur les marchés des futures avaient, entre 2000 et 2008, conduit les prix du pétrole à atteindre un « niveau supérieur de 15 % à celui qu'ils auraient dû atteindre compte tenu des fondamentaux »⁸⁶. D'autres critiques estiment certes que cette proportion est deux fois plus élevée, mais l'important est que le phénomène est désormais quasiment incontestable.

« Les activités sur les marchés des futures ont, entre 2000 et 2008, conduit les prix du pétrole à atteindre un niveau supérieur de 15 % à celui qu'ils auraient dû atteindre compte tenu des fondamentaux. »

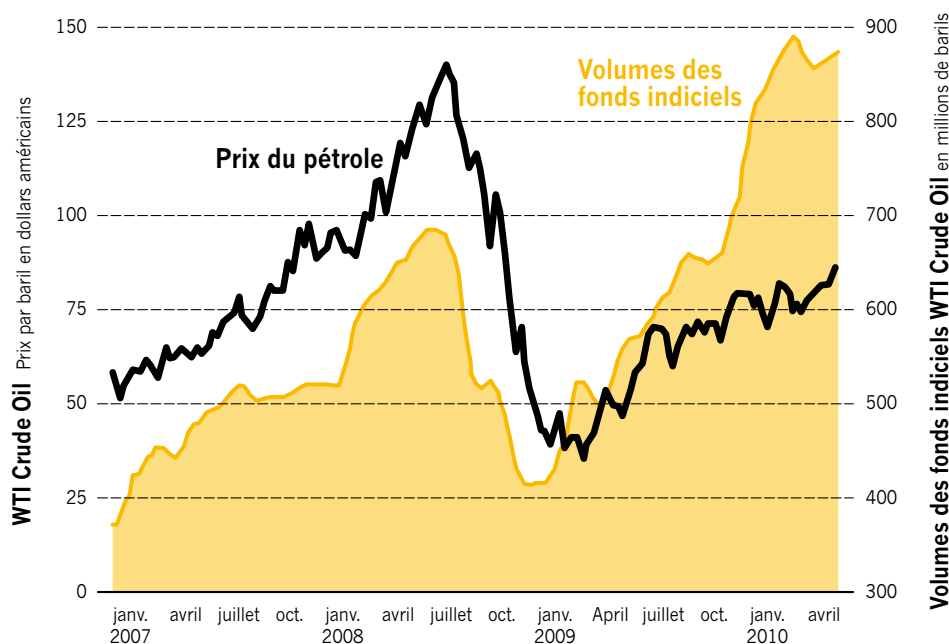
Banque centrale européenne

⁸⁵ Ministère de l'Énergie des États-Unis, World Oil Balance 2004-2008, 13.01.2009.

⁸⁶ Banque centrale européenne, Do Financial Investors destabilize the Oil Price? Working Paper Series 1346, Frankfurt-sur-le-Main, juin 2011.

Les placements dans les fonds favorisent la spéculation sur le pétrole

Quantités de matières premières souscrites par les fonds indiciels (futures WTI) et évolution du prix du pétrole



Source: Better Markets, David Frenk

Selon les calculs de John Baffes, économiste à la Banque mondiale, les prix du pétrole se répercutent, à travers les coûts de production, à plus de 25 % sur les prix des céréales. Cela signifie que la spéculation sur les matières premières, même si elle ne touchait pas directement les marchés de céréales, aurait déjà un impact négatif sur l'alimentation de la population mondiale.

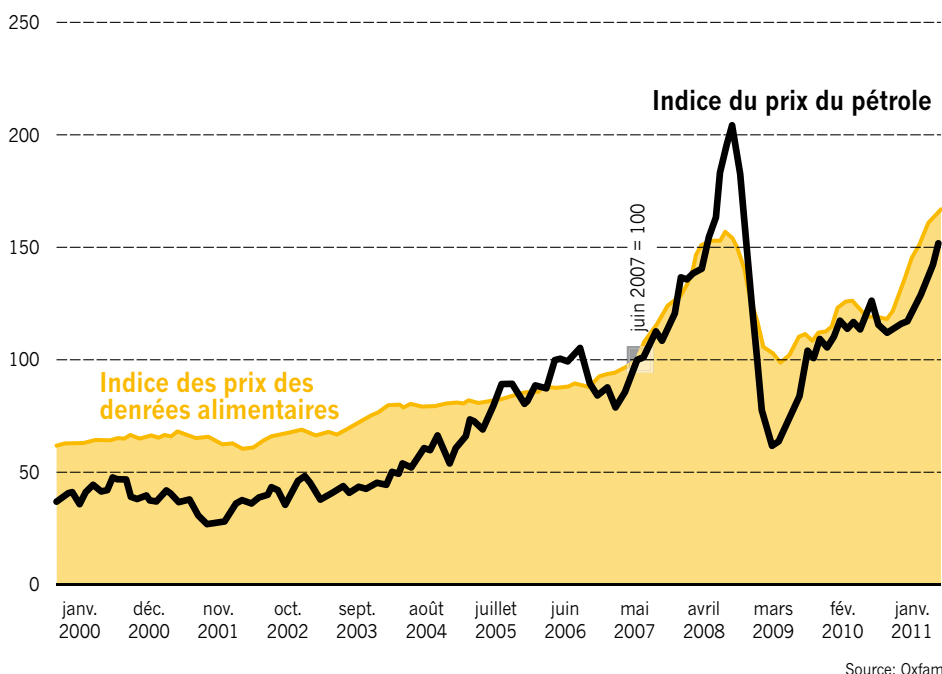
Le choc pétrolier provoqué par les investisseurs ne s'est pas contenté de précipiter l'effondrement de l'économie mondiale. Il a également largement contribué à aggraver la crise alimentaire dans de nombreux pays pauvres. Car la production de céréales, en particulier dans les grandes régions d'exportation en Amérique du Nord et du Sud ainsi qu'en Europe et en Australie, consomme énormément d'énergie. Les machines utilisées consomment de grandes quantités de diesel et le prix des engrais minéraux augmente parallèlement à ceux de l'énergie. La production d'azote nécessite de grandes quantités de gaz naturel dont le prix est généralement étroitement lié à celui du pétrole brut. Selon les calculs de John Baffes, économiste à la Banque mondiale, les prix du pétrole se répercutent, à travers les coûts de production, à plus de 25 % (facteur 0,28) sur les prix des céréales. Cela signifie que la spéculation sur les matières premières, même si elle ne touchait pas directement les marchés de céréales, aurait déjà un impact négatif sur l'alimentation de la population mondiale. La spéculation qui intervient parallèlement dans les deux catégories de matières premières a des conséquences d'autant plus importantes qu'en raison de la hausse des coûts de production, les agriculteurs ne profitent que peu de la hausse des prix. Cela ne les encourage pas à développer leur exploitation. Les commerçants savent depuis longtemps que « le meilleur antidote contre une hausse des prix est une hausse des prix ». Mais si les coûts rattrapent les recettes, ce mécanisme ne fonctionne plus. (voir graphique p. 57)

En 2008, les envolées de prix du pétrole n'étaient toutefois pas un incident isolé. Le même phénomène s'est reproduit au premier semestre 2011. Entre décembre et avril, le prix du pétrole Brent à la grande bourse ICE a augmenté de 30 %, passant de 90 à 126 dollars le baril. Les analystes du secteur financier ont expliqué cette évolution en premier lieu par l'arrêt des livraisons de pétrole en provenance de la Libye depuis février 2011. Cependant, l'Arabie Saoudite et d'autres pays

de l'OPEC ont augmenté leur production et compensé l'absence de pétrole libyen sur le marché. À la bourse, le « rallye du pétrole » n'a pas cessé pour autant. Le ministre saoudien du Pétrole, Ali Naimi, a alors déploré une poussée des prix « artificielle ». Selon lui, le marché pétrolier serait en réalité « surapprovisionné » et la société pétrolière publique Aramco arriverait difficilement à vendre les quantités supplémentaires produites⁸⁷. Quand en mars dernier, le Japon a été secoué d'un violent tremblement de terre qui a paralysé une grande partie de son économie, la baisse de la demande du deuxième plus grand importateur de pétrole du monde n'a eu presque aucune influence sur le prix du brut. En fait, l'arrivée de capitaux spéculatifs sur les marchés à terme de matières premières a été si importante que même les analystes du secteur énergétique de Goldman Sachs ont mis en garde contre la formation d'une nouvelle bulle de pétrole. Pour les seuls contrats du plus important type de pétrole sur le marché américain, le WTI (West Texas Intermediate), les positions des spéculateurs auraient atteint un niveau correspondant à un volume de 375 millions de barils, ont-ils indiqué à travers leur service d'information destiné à leurs clients en matières premières. Chaque baril supplémentaire à être souscrit sur papier entraînerait une hausse de prix d'environ 8 à 10 centimes de dollars⁸⁸. On peut alors estimer, en considérant toutes les positions spéculatives dans les futures sur le pétrole brut que l'autorité de surveillance américaine CFTC avait enregistrées jusqu'à début avril, que le seul effet de la spéculation a fait augmenter le prix du pétrole, à ce moment-là, de jusqu'à 26 dollars, soit de plus de 20 %.

Les prix du pétrole et des denrées alimentaires sont étroitement liés

Début 2000 à début 2011, valeurs indicielles (juin 2007 = 100)



Même Rex Tillerson, qui en tant que chef du plus grand groupe pétrolier Exxon a certainement le meilleur accès qui soit aux données sur l'approvisionnement en pétrole, a admis que le prix du pétrole, au printemps 2011, n'avait plus grand

⁸⁷ Financial Times, Shockwaves from Saudi's crude statistics, 19.04.2011.

⁸⁸ Goldman Sachs, Global Energy Weekly, 21.03.2011.

chose à voir avec l'offre et la demande. En avril 2011, Tillerson déclarait au Financial Times que le marché était actuellement « bien approvisionné », que les réserves nord-américaines étaient « au plus haut », que les réservoirs de pétrole européens étaient bien remplis, et que sa société ne rencontrait « aucun problème particulier » pour remplacer le fournisseur libyen par d'autres fournisseurs. « Il y a plein de pétrole sur le marché », a confirmé Tillerson⁸⁹. Plus tôt, le chef d'Exxon avait même déclaré, lors d'une audition au Sénat américain, que si l'on se basait sur les coûts de production et l'état de l'approvisionnement, le pétrole brut devrait en fait coûter « entre 60 et 70 dollars » par baril⁹⁰. Il n'a en revanche pas pu dire pourquoi, alors, le pétrole coûtait jusqu'à 50 dollars de plus par baril. « Je ne le sais vraiment pas », a-t-il assuré, en évitant de prendre clairement position quant à ce qui se passait sur les marchés à terme. Parallèlement, Dan Dicker, un opérateur expérimenté qui négocie depuis 25 ans des futures sur le pétrole et l'essence à la Bourse de New York, a su parler en toute franchise. Les banques d'investissement et leurs fonds indiciels négociés en bourse apporteraient selon lui une grande quantité d'« argent idiot » sur le marché du pétrole. Cela aurait « balayé les gens qui étaient encore liés aux biens physiques ». Il serait ainsi évident « que ce déferlement d'argent et l'intérêt du secteur financier pour les marchés du pétrole aboutissent sur un prix du pétrole injuste qui nuit à la fois aux entreprises et aux consommateurs »⁹¹.

⁸⁹ Financial Times, Exxon chief on supply, demand and \$120 crude, 20.04.2011.

⁹⁰ Rex Tillerson lors d'une audition devant la commission des Finances du Sénat américain le 12.04.2011, voir : http://www.youtube.com/watch?v=LY42Q_U4U0I

⁹¹ "We're All Leveraged to the Price of Crude", interview publiée sur : <http://www.heatingoil.com/blog/%E2%80%99Cwe%E2%80%99re-all-leveraged-by-the-price-of-crude%E2%80%9D-an-insider-explains-how-the-financial-industry-is-driving-up-gas-and-heating-oil-prices0310/>

UNE COURSE EFFRÉNÉE – LES PRIX DES CÉRÉALES ET LE BOOM DE LA SPÉCULATION

Les cours des céréales semblent tout aussi instables. Ainsi, les prix du maïs et du blé ont progressé de 140 % entre juin 2007 et juin 2008 à la Bourse de Chicago. Avec la dévaluation du dollar par rapport à la plupart des autres monnaies, cette hausse ne s'est certes pas complètement répercutée sur les marchés mondiaux. Mais à l'échelle internationale aussi, les prix des céréales ont, selon les données de la FAO, augmenté d'environ 80 % sur la même période. Cette hausse des prix a mis des millions de personnes en grande difficulté et, avec la hausse parallèle des prix de l'essence et des transports, elle a largement contribué à provoquer les émeutes sociales qui ont, à cette période, éclaté dans une soixantaine de pays dont l'approvisionnement en céréales était étroitement lié au marché mondial.

En guise d'explication, les défenseurs de la croyance à un marché efficace ont avancé trois phénomènes : l'augmentation de la consommation de viande d'une classe moyenne de plus en plus importante en Chine et en Inde, l'utilisation accrue du maïs et des graines oléagineuses pour la production de biocarburants, et une récolte de céréales dans l'ensemble mauvaise pour l'année 2007-2008. Le prix Nobel Paul Krugman, qui s'oppose activement à la critique de la spéculation, a par exemple déploré « l'avancée des Chinois consommateurs de viande – c'est-à-dire le nombre croissant de gens, dans les pays émergents, qui sont pour la première fois assez riches pour commencer à manger comme les Occidentaux »⁹². Mais comme une calorie de viande correspondrait à une quantité sept fois plus importante de céréales, cela conduirait à un grand excès de consommation. Cette tendance est a priori indiscutable. Mais la Chine et l'Inde, qui représentent à elles deux plus d'un tiers de la population mondiale, ont jusqu'à maintenant compensé cette hausse de la consommation par l'accroissement de leur production nationale. L'explosion des prix de 2008 ne peut donc pas du tout être expliquée ainsi. Cette année-là, la consommation des deux pays n'a justement que peu progressé et ils ont même été des exportateurs nets de céréales. C'est pourquoi la FAO a confirmé qu'il n'y avait « aucune preuve d'une croissance soudaine des importations » pour la Chine et l'Inde, qui aurait contribué à la hausse des prix⁹³.

La hausse de la production de biocarburants n'est pas non plus une explication suffisante. Il est certain que le programme d'éthanol américain, en particulier, a conduit à une forte hausse de la demande de maïs. Les subventions à hauteur de 7 milliards de dollars par an ont fait que, actuellement, environ 40 % de la récolte américaine de maïs atterrit finalement dans les réservoirs des voitures américaines. Et il est justifié de critiquer une production de biocarburants qui empêche que des terres fertiles soient utilisées pour la production alimentaire. Néanmoins, l'explosion des prix des céréales est disproportionnée par rapport à cette évolution. Car, alors que la production d'éthanol tournait à plein régime aussi bien aux États-Unis que dans d'autres pays producteurs pendant toute l'année 2008 et qu'elle atteignait de nouveaux niveaux record, les prix du maïs

La production de biocarburants, la demande accrue de viande en Inde et en Chine et l'état général de l'approvisionnement en céréales n'expliquent pas la hausse des prix des céréales enregistrée en 2007 et 2008.

⁹² Paul Krugman, Grains gone wild, New York Times, 07.08.2008.

⁹³ FAO, The state of Agriculture Commodity Markets, Rome, 2009.

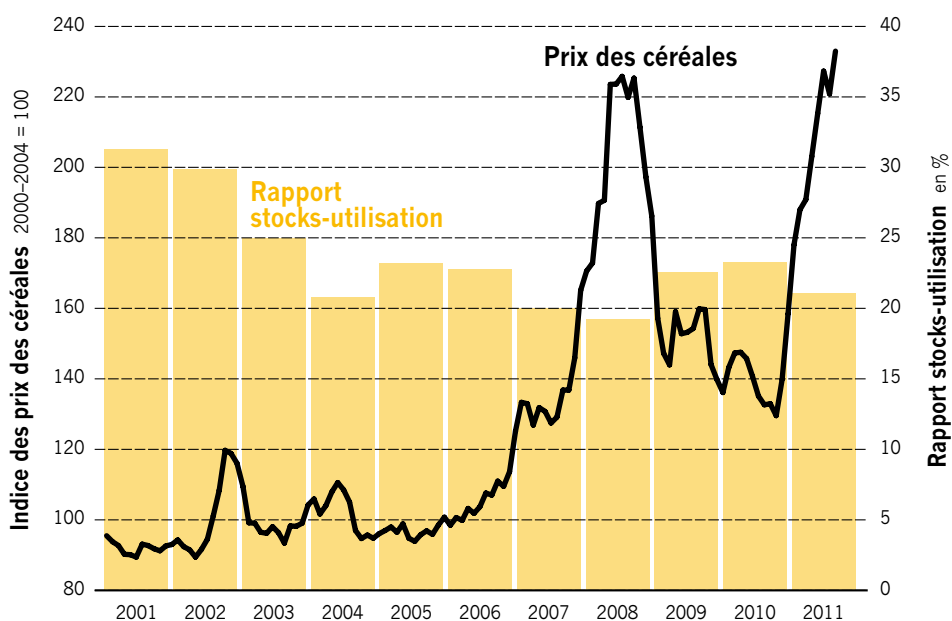
et du blé chutaient de presque 70 % au deuxième semestre 2008, passant même en dessous de leur niveau de l'année 2006. L'année suivante, les prix sont également restés relativement bas, alors que la production de biocarburants avait encore progressé. Il se peut donc que le développement des biocarburants ait joué un certain rôle dans la crise alimentaire, mais dans une étude d'ensemble de la Banque mondiale, les économistes John Baffes et Tassios Haniotis indique qu'il est « bien moins important qu'on ne l'a tout d'abord supposé »⁹⁴.

Enfin, beaucoup de spécialistes ont expliqué les envolées de prix de 2008 par l'état général de l'approvisionnement en céréales. Les économistes agricoles utilisent ici le rapport entre les stocks connus et la consommation (« stocks-to-use-ratio ») comme indicateur. En ce qui concerne le blé, ce rapport stocks-utilisation a effectivement atteint un niveau minimal historique en juin 2007 et ne s'élevait alors qu'à 22,5 %, perdant trois points par rapport à l'année précédente, en particulier à cause de la sécheresse et des mauvaises récoltes en Australie, grand pays exportateur. Pour le maïs et d'autres céréales fourragères, les réserves ne s'élevaient même qu'à 14,9 % de la consommation annuelle.

Cet indicateur n'aide pourtant pas beaucoup à expliquer l'évolution des prix. Car sur des périodes plus importantes, les prix des céréales et le rapport stocks-utilisation ne corrélaient pas du tout. Pour le maïs, par exemple, le rapport stocks-utilisation atteignait le même faible niveau dès l'année de récolte 2006-2007 sans pour autant provoquer d'envolée des prix. Pour le blé, le rapport a de nouveau progressé à 28 % en juin 2011, enregistrant ainsi une hausse de deux points en quatre ans. Pourtant, le prix du blé était deux fois plus élevé en juin 2011 qu'en juin 2007 (voir graphique).

Des prix dérégulés

Stocks de céréales par rapport à la consommation (rapport stocks-utilisation) et prix des céréales (corrigés du taux d'inflation)



Source: FAO

⁹⁴ John Baffes, Tassios Haniotis, Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective, Policy Research Working Paper 5371, Banque mondiale, Washington, juillet 2010.

Ce qui explique toutes ces fluctuations de prix apparemment absurdes, ce n'est pas seulement la spéculation en soi. L'important est plutôt que la financiarisation du négoce de matières premières a conduit à ce que les marchés des matières premières de tout type, de l'aluminium au blé en passant par le zinc, soient intégrés dans le marché financier mondial. En conséquence, les fluctuations des taux d'intérêt et des taux de change, les crises bancaires et le comportement moutonnier de la plupart des gestionnaires en capital, qui influencent aussi les stratégies d'investissement des spéculateurs sur les marchés des matières premières, sont devenus les principaux facteurs de la formation des prix. Cette relation est parfaitement illustrée par l'explosion des prix lors de la crise financière de 2008 puis par la chute des prix qui lui a succédé. Ke Tang, économiste à l'Université de Princeton, et son collègue Wie Xiong de l'Université Renmin de Pékin ont examiné le déroulement des événements. Ils se sont appuyés sur les données de la bourse pour montrer que les prix des matières premières prises en compte dans les deux plus grands indices (S&P GSCI, DJ-UBS) avaient progressé presque parallèlement de 2004 jusqu'au printemps 2008 et qu'ils avaient ensuite chuté ensemble, alors que l'offre et la demande évoluaient de manière très différente selon les matières premières. Les matières premières non prises en compte dans les indices n'ont pas connu une telle évolution parallèle. Les fluctuations de prix enregistrées pour les mêmes matières premières sur les bourses chinoises montrent également que les investisseurs indiciels ont joué un rôle central. Comme ces places boursières sont en grande partie isolées de l'évolution du marché mondial des capitaux, les fluctuations de prix ont été très différentes d'une matière première à une autre, bien que leur commerce physique soit tout à fait relié au marché international. Mais sauf en Chine, « le prix d'une matière première ne [serait] plus simplement déterminé par l'offre et la demande », mais « par tout un ensemble de facteurs financiers tels que le goût du risque agrégé pour les placements financiers et le comportement d'investissement de divers investisseurs indiciels sur matières premières », con-statent les deux économistes⁹⁵. Après la crise bancaire, ce lien entre les différentes catégories de matières premières n'a pas disparu. « Vous voulez connaître le prix du blé ? Jetez donc un coup d'œil du côté du cuivre », a donc ironisé le service d'information agricole Agrimoney en mai 2011, lorsque les prix de ces deux matières premières ont tous deux perdu 8 %, tout comme celui du pétrole – une évolution que l'on ne peut de nouveau expliquer que par l'abandon des placements indiciels par les investisseurs, comme l'ont constaté les analystes de l'Australian & New Zealand Bank⁹⁶.

Toutefois, le comportement des investisseurs indiciels est avant tout influencé par le niveau des rendements sur d'autres marchés financiers et par leur appréciation des risques généraux. Le taux d'intérêt sur le marché des emprunts d'État américains, que la banque d'émission des États-Unis contrôle par la création de monnaie, est donc devenu la principale variable dont dépend le prix de toutes les matières premières. Le service d'information économique Bloomberg a montré à quel point cette corrélation était devenue forte. La hausse des prix des matières premières a en effet débuté après la crise financière, juste au moment où les banques d'émission ont commencé, en mai 2009, à acheter elles-mêmes des emprunts d'État pour une valeur de 300 milliards de dollars en utilisant leur argent créé électroniquement, inondant ainsi tout le système financier de dollars

Ce qui explique toutes ces fluctuations de prix apparemment absurdes, ce n'est pas seulement la spéculation en soi. L'important est plutôt que la financiarisation du négoce de matières premières a conduit à ce que les marchés des matières premières de tout type, de l'aluminium au blé en passant par le zinc, soient intégrés dans le marché financier mondial.

*« Vous voulez connaître le prix du blé ?
Jetez donc un coup d'œil du côté
du cuivre. »*

.....
Agrimoney, service d'information agricole

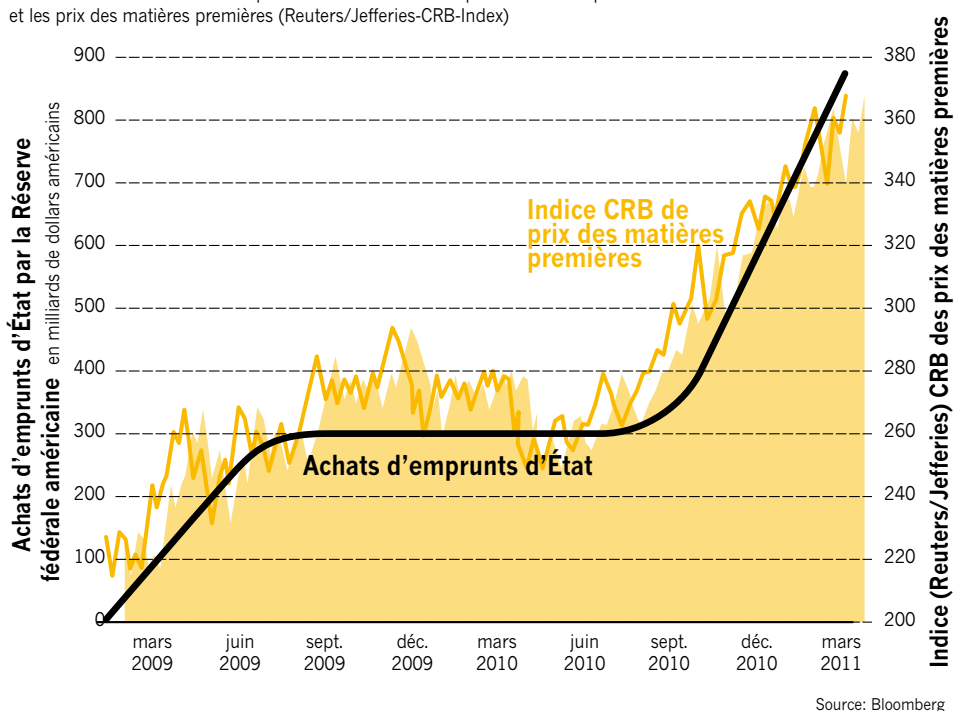
⁹⁵ Ke Tang, Wei Xiong, Index Investment and the Financialization of Commodities, NBER Working Paper Series, No. 16385, Washington, septembre 2010.

⁹⁶ Agrimoney.com, 'Scary' copper, wheat price tie gives clue to rout, 06.05.11.

au rabais. Cette action, que les gardiens du dollar ont joliment baptisée « quantitative easing » (QE, assouplissement quantitatif), était en fait censée stimuler l'économie américaine en rendant les crédits plus abordables. Cependant, les faibles taux d'intérêt n'ont pas permis d'aider des consommateurs américains surendettés, et n'ont eu presque aucun effet sur l'économie nationale. Au lieu de cela, les emprunts d'État ont fait perdre de l'argent, car leur rendement est passé en dessous du taux d'inflation. De ce fait, les grands investisseurs ont d'autant plus misé sur les matières premières, ce qui a conduit à une nouvelle envolée des prix. Lorsque la Réserve fédérale a renouvelé l'expérience à partir d'août 2010 et introduit une nouvelle fois 600 milliards de dollars sur le marché, les prix ont de nouveau explosé (voir graphique).

Une marée de dollars qui provoque l'inflation des matières premières

Création de monnaie de la banque d'émission américaine par l'achat d'emprunts d'État et les prix des matières premières (Reuters/Jefferies-CRB-Index)



« Les prix des matières premières reflètent apparemment de moins en moins les conditions de l'offre et de la demande des différentes matières premières, et sont plutôt de plus en plus dépendants des effets produits par la recomposition du portefeuille des investisseurs financiers. »

Banque du Japon

Il a fallu attendre que le « QE2 » touche à son terme pour enregistrer un nouvel effondrement des prix des matières premières en mai 2011. Dans ce contexte, les économistes de la banque d'émission japonaise ont aussi jugé que « les prix des matières premières [reflétaient] apparemment de moins en moins les conditions de l'offre et de la demande des différentes matières premières, et [étaient] plutôt de plus en plus dépendants des effets produits par la recomposition du portefeuille des investisseurs financiers »⁹⁷. Même les experts des groupes financiers impliqués dans le négoce de matières premières ont constaté que la politique monétaire américaine avait favorisé le boom des matières premières, et confirment ainsi ironiquement ce qu'ils ont pourtant toujours nié : l'influence de la spéculation. « La tentative [de la Federal Reserve] de relancer le marché de l'immobilier va aussi malheureusement aboutir à relancer aussi d'autres actifs comme les

⁹⁷ Yasunari Inamura, Tomonori Kimata, Takeshi Kimura, Takashi Muto, Recent Surge in Global Commodity Prices: Impact of financialization of commodities and globally accommodative monetary conditions, Bank of Japan Review, Tokyo, mars 2011.

matières premières », reconnaît par exemple Alan Ruskin, un conseiller en investissement souvent cité de la Deutsche Bank⁹⁸. Les analystes en matières premières de la banque d'investissement Barclays Capital ont eux aussi constaté en novembre 2010 que « le QE2 [avait] stimulé les marchés des matières premières ces derniers mois »⁹⁹.

Si les investisseurs financiers s'intéressent de plus en plus à l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change, alors les changements d'humeur et les opinions du monde de la finance comptent plus que n'importe quelle vraie nouvelle sur l'état de l'offre et de la demande. Cela explique comment, par exemple, les déclarations des analystes en matières premières de Goldman Sachs ont suffi, le 12 avril 2011, à provoquer une baisse de 5 % des prix du pétrole brut et du blé sur les marchés à terme américains, simplement parce qu'ils avaient conseillé dans une circulaire adressée aux clients de réaliser maintenant les bénéfices des derniers mois et de se retirer du marché – un mouvement du marché qui a indigné même les spéculateurs traditionnels. « Un gros groupe parle de ramasser les bénéfices ou de brutalement faire marche arrière et voilà que tous les spéculateurs suivent son exemple pour toutes les matières premières », s'énerve Andy Ryan, courtier pour la société FC Stone. « Un écran couvert de chiffres rouges » en serait le résultat¹⁰⁰. Jerry Gidel, négociant chez North American Risk Management, un prestataire de services pour le secteur agricole, a lui aussi vu des forces occultes à l'œuvre. « Les fondamentaux n'ont pas bougé d'un iota », déclare-t-il, « nous sommes à la merci de chartistes et de 'suiveurs de tendance', plus personne ne s'intéresse aux fondamentaux »¹⁰¹. Et soit dit en passant, on peut supposer que les négociants de Goldman Sachs ont de surcroît empoché de beaux bénéfices supplémentaires en transférant à temps leurs propres positions de l'autre côté du marché avant le début de la vague de ventes.

À l'inverse, le marché n'a d'abord presque pas réagi à la levée annoncée fin mai 2011 de l'interdiction des exportations de céréales en Russie, bien que celle-ci ait entraîné une hausse immédiate de l'offre de blé sur le marché mondial de 15 millions de tonnes, soit presque 10 % des exportations mondiales. À partir de la deuxième semaine de juin 2011, les prix ont cependant chuté d'autant plus fortement que le conflit autour du surendettement de la Grèce s'envenimait en Europe et que la crainte d'une nouvelle crise financière s'installait. En deux semaines seulement, les cours du blé et du maïs ont ainsi perdu 20 % à la grande Bourse de Chicago.

« Les fondamentaux n'ont pas bougé d'un iota. Nous sommes à la merci de chartistes et de 'suiveurs de tendance', plus personne ne s'intéresse aux fondamentaux. »

.....
Jerry Gidel, négociant chez North America Risk Management Services

.....
⁹⁸ Financial Times, Investment: The Fed flood slows to a trickle, 12.06.2011.

⁹⁹ Bloomberg, Commodity Assets Under Management Climb to Record, Barclays Capital Says, 26.11.2010.

¹⁰⁰ Financial Times, Goldman triggers commodity retreat, 12.04.2011.

¹⁰¹ Agrimoney.com, Evening markets: falling tide exposes crop price landmarks, 12.04.2011.

Tout cela ne signifie absolument pas que des mauvaises récoltes, une baisse de la production de pétrole ou une augmentation de la demande n'ont plus d'effet sur l'évolution des prix. Il saute cependant aux yeux que la mobilisation de plusieurs centaines de milliards de dollars pour la spéculation sur les matières premières peut au moins mettre hors jeu, pendant des périodes prolongées, ces données dites « fondamentales » – et ainsi entraîner d'importants dégâts.

Ce chapitre a montré comment cela est possible – bien que le secteur financier affirme le contraire. D'une part, les investissements en capitaux dans les fonds indiciels sur les matières premières, qui acquièrent exclusivement des positions d'achat sans avoir pour objectif de garantir les prix pour le commerce physique, conduisent à une hausse structurelle des prix des futures (voir p. 40). Et comme, d'autre part, il est avéré que les prix des futures influencent la formation des prix sur les marchés spot, ces hausses structurelles de prix se répercutent sur les prix des denrées alimentaires (voir p. 46). De nombreuses analyses économétriques confirment ce rapport de causalité (voir p. 51), en particulier concernant le marché du pétrole brut dont les variations de prix se répercutent à hauteur de 30 % sur les prix alimentaires (voir p. 55). Parallèlement, le marché des futures s'est encore plus éloigné de l'état réel de l'offre et de la demande de matières premières depuis qu'il a été intégré dans le marché financier mondial. Cela signifie que les taux d'intérêt, les cours des actions ou encore la politique monétaire déterminent désormais les prix des futures, et donc également ceux des denrées alimentaires (voir p. 59).

Au moment de la grande crise alimentaire de 2008, la spéculation a provoqué une hausse de prix allant jusqu'à 15 % pour le blé, le maïs et le soja.

Il n'est naturellement pas aisé d'évaluer précisément dans quelle mesure les capitaux des investisseurs financiers déterminent les prix ; cela dépend de la période considérée. L'économiste Christopher Gilbert a par exemple calculé, à l'aide d'un modèle de calcul élaboré, que la seule intervention des investisseurs indiciels avait fait augmenter les prix du pétrole brut de 20 à 25 % au cours du premier semestre 2008. Pour le blé, le maïs et le soja, il a estimé que ces spéculateurs contribuaient à hauteur d'environ 10 % à la hausse des prix¹⁰². Un autre économiste de Brême, Hans Bass, a mis au point un modèle de calcul du même type. Il a ainsi pu montrer que la spéculation avait entraîné une hausse allant jusqu'à 15 % des prix du blé, du maïs et du soja en 2008, au moment de la grande crise alimentaire¹⁰³.

De tels calculs reposent bien sûr toujours sur des hypothèses quant au « vrai » prix, et sont donc contestables. Cependant, il n'est finalement pas important de savoir si les investisseurs ont fait augmenter les prix de 5, 10 ou 20 % pour condamner la spéculation sur les matières premières à la fois moralement et politiquement. L'essentiel est plutôt de reconnaître que de nombreux arguments montrent qu'une telle contribution de la spéculation à la hausse des prix est très vraisemblable. Les conséquences sont dramatiques : la Banque mondiale a estimé que pendant la période où les prix étaient très élevés en 2007-2008, 100 millions de personnes de plus ont dû souffrir de la faim parce qu'ils ne pouvaient

¹⁰² Christopher Gilbert, *Speculative Influences on Commodity Prices*, UNCTAD Discussion Papers 197, Genève, mars 2010.

¹⁰³ Hans H. Bass, *Finanzmärkte als Hungerverursacher?*, Étude pour la Welthungerhilfe, Bonn, 2011.

plus acheter les produits alimentaires disponibles sur le marché. L'ancienne ministre allemande de la Coopération économique et du Développement, Heidemarie Wieczorek-Zeul, en a déduit qu'« à chaque fois que les prix augmentent d'un point de pourcentage, le nombre des personnes menacés de famine progresse de 16 millions »¹⁰⁴. Cette déclaration se référait aux prix d'alors, mais cet ordre de grandeur paraît tout aussi réaliste de nos jours. La Welthungerhilfe, l'organisation d'aide allemande, a calculé qu'au cours du premier semestre 2011, dans les 30 pays tributaires d'une aide alimentaire externe, sept à huit millions de personnes avaient souffert de sous-alimentation du fait de la hausse des prix provoquée par la spéculation¹⁰⁵. Même s'il ne s'agissait que de 100 personnes, ce serait déjà bien trop. Car les énormes investissements en capitaux sur les marchés des matières premières n'ont même pas d'utilité économique. Pas un seul dollar ou euro versé par les banques d'investissement sur les marchés à terme ne sert à des investissements productifs pour soutenir la production de matières premières ou de produits alimentaires. Ces transactions ne sont que des paris.

Dans ce contexte, il est cynique de la part des stratèges financiers de demander à leurs détracteurs de prouver de manière irrévocable les nuisances qui sont supposées découler de leurs transactions. Leur demande est en outre contraire aux principes du droit civil international. Car le principe de précaution qui est notamment inscrit dans la Constitution européenne voudrait que des mesures préventives soient introduites pour protéger l'intégrité physique des populations, même si le rapport de causalité n'est pas parfaitement établi. De fait, la charge de la preuve doit ici être inversée. Tous ceux qui, dans les bourses et les banques d'investissement, gonflent leurs chiffres d'affaires et leurs commissions à l'aide des marchés de matières premières devraient apporter la preuve que leurs transactions n'ont pas d'effets négatifs. Mais ils ne sont justement pas en mesure de le faire, et n'ont d'ailleurs rien tenté dans ce sens jusqu'à maintenant. Alors pourquoi les gouvernements et les parlements ne mettent-ils pas fin à ce casino des matières premières ? Pourquoi ne forcent-ils pas le secteur financier à se retirer en imposant des règles strictes aux marchés à terme ? La réponse fait honte aux démocraties occidentales.

¹⁰⁴ Dow Jones, Hohe Nahrungsmittelpreise beherrschen Weltbank-Gespräche, 14.04.2008.

¹⁰⁵ Rafael Schneider, conseiller sur les politiques de développement à la Welthungerhilfe, lors d'une audition de la commission sur l'alimentation et l'agriculture au Bundestag le 27.06.2011.

IV. LUTTE DE POUVOIR AUTOUR DU CONTRÔLE DES PRIX : QUI SERRE LA BRIDE AUX SPÉCULATEURS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES ?

« Si nous ne faisons rien, nous risquons des émeutes de la faim dans les pays les plus pauvres, et par ailleurs, un impact très défavorable sur la croissance mondiale. Comment expliquer qu'il est normal de réguler les marchés financiers, mais qu'en revanche, on doit s'abstenir de toute règle sur les produits dérivés financiers en matière agricole ? »

.....
Nicolas Sarkozy

Le président français Nicolas Sarkozy a été le premier homme d'État d'envergure mondiale à soulever le problème des effets dévastateurs de la spéculation financière sur les marchés de matières premières. En janvier 2011, devant environ 300 diplomates et journalistes invités à l'Élysée, il a fait de la lutte contre la spéculation sur les matières premières et les denrées alimentaires un des trois grands axes de son programme pour le groupe des 20 États les plus puissants du monde (G20), dont la présidence échoyait cette année à la France. « Si nous ne faisons rien, nous risquons des émeutes de la faim dans les pays les plus pauvres, et par ailleurs, un impact très défavorable sur la croissance mondiale », a-t-il mis en garde. « Comment expliquer qu'il est normal de réguler les marchés financiers, mais qu'en revanche, on doit s'abstenir de toute règle sur les produits dérivés financiers en matière agricole ? ». Il faudrait à cet égard des règles qui réduisent l'emprise des spéculateurs, par exemple en faisant payer plus cher les actions aux investisseurs ou en limitant le volume de leurs positions. En outre, il serait urgent de créer, conformément à ce qui est depuis longtemps réclamé, une taxe visant les transactions sur les marchés financiers. Il s'agit aussi, selon M. Sarkozy, d'une « question morale »¹⁰⁶.

LE G20, UNE GOUVERNANCE MONDIALE A MINIMA

Pour la première fois, le président français portait ce thème au plus haut niveau de la politique mondiale. Jusqu'ici, seuls des activistes, des économistes et le Congrès américain avaient débattu des paris douteux effectués sur les cours des matières premières. Devenu objet de la diplomatie mondiale, le sujet est entré dans un jeu complexe d'intérêts hautement contradictoires. Les gros exportateurs agricoles comme le Brésil et le Canada ont été les premiers à s'opposer à la requête de Nicolas Sarkozy visant à définir des règles au niveau mondial pour les bourses de matières premières. « Nous avons peut-être d'autres thèmes plus importants à traiter qu'un certain degré de spéculation sur les marchés », a par exemple déclaré le ministre canadien des Finances Jim Flaherty pour dédramatiser la situation¹⁰⁷. Son homologue brésilien, Guido Mantega, a même laissé entendre que M. Sarkozy et ses alliés souhaitaient « réguler les cours des matières premières » alors que le Brésil était « totalement opposé à l'utilisation de [tels] mécanismes »¹⁰⁸. Le ministre brésilien de l'Agriculture, Wagner Rossi, a de son côté mobilisé ses homologues argentin, uruguayen, paraguayen, chilien et bolivien afin que la communauté économique sud-américaine du Mercosur prenne position contre l'initiative de M. Sarkozy. « Certaines initiatives de pays industrialisés qui veulent

.....
¹⁰⁶ Reuters, Sarkozy lays out G20 agenda, targets commodities, 24.01.2011.

¹⁰⁷ Reuters, G20 too divided to back tough curbs on speculators, 14.02.2011.

¹⁰⁸ Financial Times, Chronic hunger to affect 1bn people, 15.02.2011.

mener la lutte contre l'insécurité alimentaire en limitant les prix internationaux n'auraient pour effet que de pénaliser la production agricole de tous les pays qui ont dans ce domaine un avantage comparatif », ont-ils expliqué dans une déclaration commune. Il n'y aurait « qu'une seule manière de faire baisser les prix : l'accroissement de la production. Or, l'Amérique du Sud est l'une des rares régions où sont réunies les conditions pour un accroissement de l'offre en produits agricoles », a martelé M. Rossi¹⁰⁹.

La situation semble quelque peu absurde. Car ni M. Sarkozy ni les autres critiques de la spéculation sur les matières premières n'ont jamais parlé, et encore moins exigé, de contrôler les prix. Cependant, derrière ce refus des pays exportateurs de produits agricoles se cache un calcul tout à fait rationnel. Les investisseurs en matières premières, qui alimentent la hausse des prix sur les marchés à terme à travers leur stratégie « long-only » (positions longues), font en effet augmenter leurs recettes d'exportation. Du coup, toute mesure s'opposant à ces pratiques est interprétée comme une menace à leurs intérêts économiques. Or, comme il est difficile d'expliquer aux électeurs brésiliens, canadiens ou australiens le motif de l'opposition de leurs gouvernements à la limitation de la spéculation, les responsables politiques choisissent de « jouer les innocents » et attaquent donc une requête que personne n'a formulée.

Parmi les alliés des gagnants de la flambée des cours agricoles, on peut compter le gouvernement britannique. Certes, le Royaume-Uni est depuis toujours un importateur net de produits agricoles. Mais les gouvernants britanniques se considèrent traditionnellement comme les représentants des intérêts du secteur financier, qui contribue pour presque un dixième à la performance économique du pays. La ministre britannique de l'Environnement et de l'Agriculture, Caroline Spelman, a d'ailleurs profité de sa visite au Brésil en avril 2011 pour lui apporter un soutien précoce contre l'initiative de Paris. Avec M. Rossi, elle a plaidé pour des marchés de matières premières « ouverts, transparents et efficaces ». Pour ce faire, il faudrait garantir que « les producteurs et les consommateurs disposent pleinement des instruments financiers pour gérer les risques liés à la volatilité des cours »¹¹⁰. En revanche, M. Rossi et M. Spelman n'ont pas évoqué la spéculation à grande échelle organisée par le secteur financier et mis d'autres maux en avant. Ils ont ainsi demandé à tous les États, pour éviter les flambées des cours, de s'astreindre à ne pas limiter les exportations, comme le gouvernement russe l'avait fait à l'été 2010 pour le blé ou le gouvernement indien en 2007 pour le riz. Aussi importante que l'interdiction de telles politiques protectionnistes injustes puisse paraître, ses effets sur les excès de la spéculation ne seraient que limités. Mais c'est justement ce que le ministre britannique des Finances,

Les investisseurs en matières premières, qui alimentent la hausse des prix sur les marchés à terme à travers leur stratégie « long-only » (positions longues), font augmenter leurs recettes d'exportation. Toute mesure s'opposant à ces pratiques est donc interprétée comme une menace à leurs intérêts économiques.

¹⁰⁹ Consejo Agropecuario del Sur, Ministros de Agricultura de seis países anuncian estrategia para enfrentar tentativa de controle de preços, Brasília, 04.05.2011.

¹¹⁰ Department for Environment, Food and Rural Affairs, Joint declaration of Brazil and UK Agriculture ministers, Brasília, Londres, 08.04.2011.

George Osborne, souhaite éviter, comme son ministère l'a affirmé aussitôt après l'initiative de Nicolas Sarkozy dans une lettre à la Commission européenne. Il faudrait en fait « d'autres preuves » établissant que la limitation des positions de certains acteurs du marché soit tout à fait « faisable » et qu'elle n'ait pas de « conséquences non désirées » comme « la réduction de la liquidité des marchés »¹¹¹. L'expérience des États-Unis avant la déréglementation ainsi que de nombreux travaux scientifiques ont depuis longtemps montré que ces objections n'étaient pas justifiées. Mais les lobbyistes en poste à Londres aiment aussi « jouer les innocents » pour motiver leur refus.

Malgré quelques premières déclarations encourageantes, le gouvernement fédéral allemand n'a finalement guère mieux fait. Car en janvier 2011, la ministre de l'Agriculture Ilse Aigner avait d'abord apporté un soutien sans réserve à l'initiative de son partenaire français, en déplorant que la « spéculation effrénée » entraîne des « excès sur les marchés ». Les denrées alimentaires ne devaient aucunement être la « cible des parieurs » ; il en allait de la « subsistance de milliards d'êtres humains »¹¹². Aussi fallait-il limiter les fluctuations quotidiennes des cours ainsi que le volume des positions détenues par les acteurs du marché. Dans un premier temps, le ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, s'est également montré relativement critique vis-à-vis de la spéculation sur les matières premières. « Je souhaite des règles strictes pour les transactions bancaires sur le marché des matières premières et des exigences relativement élevées en capitaux propres », exigeait-il encore en avril 2010¹¹³. En outre, il fallait se demander si les banques devaient vraiment continuer à « spéculer sur les matières premières comme elles le font actuellement ou même devenir elles-mêmes courtiers en matières premières ». Même Rainer Brüderle, un libéral convaincu qui était alors ministre de l'Économie, a demandé des mesures contre les « spéculations sur les marchés de matières premières qui faussent la concurrence ». Selon lui, l'évolution des cours en bourse n'était plus liée aux « fondamentaux ». « Ce sont des spéculations sur la pénurie qui, en faisant augmenter les coûts, nuisent au processus de production », a-t-il accusé¹¹⁴.

Toutefois, ces engagements verbaux sont en grande partie restés lettre morte. En juillet 2011, la ministre Aigner a publié un document dans lequel elle prend position au sujet de la « volatilité des cours et de la spéculation sur les marchés de matières premières agricoles » mais n'envisage de régulation que dans un futur lointain. Pour se justifier, Mme Aigner et ses conseillers, à l'unisson avec les lobbyistes de la finance, y font référence aux connaissances soi-disant incertaines concernant l'influence de la spéculation sur les prix. De plus, « seule la disponibilité en capitaux externes des investisseurs financiers [permettrait] le bon fonctionnement des marchés de produits dérivés agricoles ». Certes, « des problèmes [pourraient] survenir si la spéculation [devenait] un facteur autonome de formation des prix ». Mais pour vérifier cela, il faudrait d'abord « procéder à un examen approfondi et empirique de l'influence du commerce de produits dérivés sur l'évolution des cours ». Et c'est seulement si, « sur cette base, la nécessité de mesures de régulation » se faisait sentir, qu'« un arsenal d'instruments spécifiques devrait être examiné pour permettre aux autorités de surveillance de surveillancede surveillancede

¹¹¹ HM Treasury, UK response to the Commission Services consultation on the Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), Bruxelles, 22.02.2011.

¹¹² Financial Times Deutschland, Aigner will Spekulation mit Agrarrohstoffen eindämmen, 20.01.2011.

¹¹³ Manager-Magazin.de, Schäuble fordert Rohstoffregeln, 21.04.2010.

¹¹⁴ Dow Jones, Brüderle sieht Rohstoffspekulation als Thema der Politik, 26.10.2010.

gérer ces dysfonctionnements comme il se doit », est-il indiqué de manière vague. Dans le cadre de ce contrôle, on prendrait également en compte les « limites de position pour les investisseurs financiers ou des exigences plus élevées concernant les capitaux propres »¹¹⁵. Au vu des nombreuses études empiriques sur ce thème, cette série de conditionnels semblent être bien loin de la réalité. Des spécialistes de l'organisation humanitaire Oxfam et du think-tank sur les politiques de développement WEED ont pourtant avisé la ministre de l'abondante littérature scientifique établissant l'influence des investissements en capitaux sur les prix agricoles. Mais Mme Aigner et ses conseillers ont préféré ne pas en prendre connaissance. Le gouvernement fédéral allemand feint donc aussi de ne rien comprendre, mais de manière plus subtile, pour éviter de s'engager. Il n'est pas certain que ce soit par égard pour la position britannique dans l'UE ou bien sous la pression du secteur financier. En revanche, ce qui est clair, c'est que la position de Mme Aigner reflète avant tout les intérêts du lobby agricole allemand. En effet, comme leurs collègues brésiliens ou canadiens, les représentants des agriculteurs allemands et des négociants agricoles veulent profiter de la hausse de revenus permise par les spéculateurs. Lors d'une audition au Bundestag, Helmut Born, secrétaire général de l'Association allemande des agriculteurs, a notamment expliqué qu'il était bien sûr réjouissant « pour les agriculteurs [...] que les prix soient élevés en raison de la forte demande ». Mais selon lui, « rien [n'indiquerait] que les marchés à terme fassent l'objet d'une spéculation excessive ». Si l'on instaurait des limites de position, comme Mme Aigner l'avait initialement demandé, cela ne ferait « que réduire la liquidité des transactions de contrats à terme »¹¹⁶. De la même façon, Volker Petersen, vice-président de la Fédération allemande du groupe Raiffeisen et lobbyiste pour la plus grande entreprise de négoce agricole d'Allemagne, Agravis, défend le libre accès des investisseurs financiers aux marchés de matières premières. Jusqu'ici, on aurait observé « tout au plus des surévaluations ou des sous-évaluations de courte durée ». C'est pourquoi il n'y aurait « aucune raison de renforcer la réglementation relative aux opérations dites spéculatives ».

Cette argumentation volontairement naïve s'inscrit dans un contexte dans lequel les producteurs et négociants céréaliers européens se voient désavantagés face à leurs concurrents américains et étrangers. Les cotations des céréales en bourse suivent certes généralement la tendance des bourses américaines, mais les volumes négociés aux bourses de céréales de Paris et Londres sont encore très inférieurs à ceux des bourses américaines. Cela tient avant tout au fait qu'en Europe, les contrats sur le blé, le seigle et le colza n'entrent pas jusqu'ici dans le calcul d'un des grands indices de matières premières sur lesquels parient les investisseurs dans les bourses américaines. Là bas, de grands groupes de négoce agricole tels que Cargill, ADM ou Bunge participent depuis longtemps à la commercialisation des investissements spéculatifs. Ils ont créé de facto leurs propres banques d'investissement et en tirent des bénéfices confortables. Au regard de cette situation, comme le laisse entendre Volker Petersen dans sa déclaration écrite au Bundestag, « les marchés à terme européens [sont] encore au début de leur développement ». Des restrictions « concernant les acteurs extérieurs au secteur agricole ou les soi-disant spéculateurs les pousseraient à chercher d'autres

Il serait dans l'intérêt du secteur agricole européen de suivre l'exemple américain, en dépit des dysfonctionnements qui y ont été maintes fois constatés par le parlement et les autorités de surveillance.

¹¹⁵ Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz, Preisvolatilität und Spekulation auf den Märkten für Agrarrohstoffe, Berlin, 08.07.2011.

¹¹⁶ Déclaration lors de l'audition devant le commission du Bundestag chargée de l'alimentation, de l'agriculture et de la protection des consommateurs, 27.06.2011.

possibilités d'investissements et priveraient les marchés à terme de leur performance »¹¹⁷. « Nous aimerions que les investisseurs en capitaux soient aussi présents chez nous, cela nous offrirait plus d'opportunités », confirme un cadre dirigeant d'un grand groupe européen de négoce agricole. En d'autres termes, il serait dans l'intérêt du secteur agricole européen de suivre l'exemple américain, en dépit des dysfonctionnements qui y ont été maintes fois constatés par le parlement et les autorités de surveillance.

Cela ne signifie pas pour autant que le président français ne dispose d'aucun soutien parmi les États du G20. Les ministres russes des Finances et de l'Agriculture ont apporté un soutien sans réserve à la proposition française, et ce bien que leur pays soit un des plus gros exportateurs de matières premières dans le monde. Pour les dirigeants de Moscou, il est manifestement plus important de disposer de cours prévisibles et d'entretenir de bonnes relations avec la France que d'augmenter les bénéfices grâce à la spéculation¹¹⁸. Les trois pays les plus peuplés du monde, la Chine, l'Inde et l'Indonésie, ont aussi exprimé leur soutien. Le président chinois Hu Jintao est même parvenu à convaincre son homologue brésilienne Dilma Rousseff de signer un communiqué commun des États dits BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) demandant que « la réglementation des marchés de produits dérivés sur matières premières [soit renforcée] de manière à prévenir les activités susceptibles de déstabiliser les marchés »¹¹⁹. Et ce, alors que dans le même temps, les ministres des Finances et de l'Agriculture de Rousseff exigeaient l'inverse.

Néanmoins, même si les représentants des deux tiers de l'humanité ont réclamé le renforcement de la réglementation relative à la spéculation sur les matières premières, il était évident dès l'été 2011 qu'aucune disposition mondiale allant dans ce sens ne verrait le jour. En effet, le groupe du G20 n'est qu'une sorte de forum de discussion dans lequel les décisions sont prises à l'unanimité. La « global governance », la gouvernance mondiale que cette institution est censée incarner, ne peut donc opérer qu'à un faible niveau et sur la base du plus petit dénominateur commun. Lors de leur premier sommet à Paris en juin 2011, les ministres de l'Agriculture du G20 ont démontré que le principe du consensus ne menait pas bien loin. Après des mois de préparation, le seul résultat tangible a en effet été la décision de mettre en place un système d'information global sur l'état des stocks et les volumes de récolte pour les principales denrées alimentaires (Agricultural Market Information System, AMIS). Si ce nouveau système permettait de mettre à disposition des informations fiables sur la situation réelle en matière d'approvisionnement, sa mise en place constituerait certainement un progrès et couperait court aux oracles souvent fantaisistes des analystes du secteur financier ou de l'industrie agroalimentaire¹²⁰. Mais le problème central des fluctuations extrêmes des prix dues aux investisseurs financiers n'a été évoqué par les ministres que dans une formule de compromis que les ministres des Finances du G20 avait déjà adoptée auparavant¹²¹. Ils avaient ainsi convenu que l'Organisation internationale des commissions de valeurs, l'OICV, devait élabo

On peut s'attendre à ce que les pays du G20 se contentent d'améliorer ensemble l'état des connaissances, comme il en avait d'ores et déjà été convenu dans le sillage des réformes générales des marchés financiers consécutives à la crise, notamment en regroupant les transactions de produits dérivés hors bourse (de gré à gré, OTC) dans des chambres de compensation contrôlées ainsi qu'en enregistrant tous les acteurs et en recensant leurs transactions dans les statistiques officielles.

¹¹⁷ Volker Petersen, Stellungnahme des Deutschen Raiffeisenverbandes zu den Fragen der Fraktionen für die öffentliche Anhörung „Spekulationen mit agrarischen Rohstoffen verhindern“, 27.06.2011.

¹¹⁸ Reuters, Russia, France urge action on volatile commodities, 05.04.2011.

¹¹⁹ Bloomberg, Commodity Price Swings Seen Threatening World Recovery, Needing Regulation, 14.04.2011.

¹²⁰ En tout cas seulement si une obligation claire d'information est également mise en place pour les grands groupes agricoles et leurs stocks.

¹²¹ Déclaration ministérielle, Plan d'action sur la volatilité des prix alimentaires et sur l'agriculture, Réunion des ministres de l'Agriculture du G20, 22-23.06.2011, Paris.

rer des recommandations sur la surveillance et la réglementation des marchés de produits dérivés sur matières premières. Sur cette base, de nouvelles discussions devaient être entamées en septembre 2011. Néanmoins, au sein de cet organe, les fonctionnaires sont eux aussi soumis aux instructions de leurs ministres des Finances et ne peuvent prendre de décision que par consensus. Par conséquent, leurs recommandations n'aborderont certainement pas de ce que les gouvernements de Londres, Brasilia ou Berlin ne souhaitent pas voir aborder.

De ce fait, on peut s'attendre à ce que les pays du G20 se contentent d'améliorer ensemble l'état des connaissances, comme il en avait d'ores et déjà été convenu dans le sillage des réformes générales des marchés financiers consécutives à la crise, notamment en regroupant les transactions de produits dérivés hors bourse (de gré à gré, OTC) dans des chambres de compensation contrôlées ainsi qu'en enregistrant tous les acteurs et en recensant leurs transactions dans les statistiques officielles. Les ministres ont fait de « l'établissement de la transparence » une formule magique contre les hausses de prix sur les marchés de matières premières. C'est d'ailleurs ce que la ministre allemande de l'Agriculture a décrit comme le résultat « le plus important » de sa politique. Néanmoins, à la question de savoir à quoi toute cette transparence pouvait bien servir s'il manquait les outils pour combattre les dysfonctionnements, elle s'est contentée de répondre que la décision interviendrait « plus tard »¹²².

La situation est pourtant tout autre. La décision que les pays du G20 prendront un jour concernant la spéculation sur l'alimentation des êtres humains a finalement peu d'importance. Car la question aura depuis longtemps été tranchée là où se concentre le commerce, à savoir aux États-Unis. Là-bas, la question de la limitation des investissements financiers dans les matières premières fait l'objet d'une bataille acharnée entre pouvoirs publics, parlementaires et lobbyistes. En effet, l'Amérique a un problème qui lui est propre en la matière, et ce n'est pas un mince problème.

Aux États-Unis, la question de la limitation des placements financiers dans les matières premières est au cœur d'une lutte de pouvoir acharnée entre autorités, parlementaires et lobbyistes.

WALL STREET CONTRE MAIN STREET : LA LUTTE POUR LA RÉFORME DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AUX ÉTATS-UNIS

Pour Barack Obama aussi, c'était la fois de trop. Quand, à la mi-avril 2011, le prix du pétrole brut a atteint 125 dollars par baril et l'essence à la pompe, de nouveau, les cinq dollars par gallon, le président américain n'a pas pu se contenir. « C'est bien vrai : ce qui fait monter les prix du pétrole en ce moment, ce n'est pas du tout le manque d'offre. Il y a assez de pétrole pour répondre à la demande mondiale », a-t-il expliqué lors d'un discours devant des étudiants dans l'État de Virginie. Les paris des spéculateurs seraient à l'origine de cette situation. « Ils nous

¹²² Tagesspiegel, Ilse Aigner warnt vor Unruhen, 22.06.2011.

« Ce qui fait monter les prix du pétrole en ce moment, ce n'est pas du tout le manque d'offre. Il y a assez de pétrole pour répondre à la demande mondiale. Et vous savez quoi ? Ils nous disent ensuite qu'il y a une probabilité de 20 % que quelque chose se passe au Proche-Orient qui puisse interrompre l'approvisionnement en pétrole. Et ils parient alors sur une forte hausse du cours du pétrole, ce qui provoque ces pics de prix. »

Barack Obama

Avec le Commodities Exchange Act (CEA), les législateurs américains ont ordonné la réintroduction des vieilles règles qui prévalaient sur les marchés à terme avant la libéralisation. Aussi, les pouvoirs publics se doivent-ils de nouveau d'édicter et d'imposer des limites maximales pour le nombre de positions sur les contrats à terme, les options et les swaps aussi bien pour les particuliers que pour des classes ou groupes entiers de négociants.

disent ensuite : ,vous savez quoi ? Nous pensons qu'il y a une probabilité de 20 % que quelque chose se passe au Proche-Orient qui puisse interrompre l'approvisionnement en pétrole. Alors nous allons parier sur une forte hausse du cours du pétrole', ce qui provoque ces pics de prix », s'est irrité M. Obama¹²³. C'était la première fois que le président intervenait publiquement dans un débat qui agite l'Amérique depuis des années : la controverse sur la limitation des paris financiers sur les marchés de matières premières.

Contrairement à la situation de la plupart des Européens, ce conflit est d'une importance cruciale pour des millions d'Américains. Plus qu'aucune autre nation – et pour le meilleur comme pour le pire –, les États-Unis sont tributaires de l'approvisionnement en carburants. La quasi-totalité du système de transports du pays repose sur les voitures, les camions et les avions. Comme la grande majorité de la population vit dans des banlieues très étendues, des dizaines de millions de personnes parcourent quotidiennement de telles distances en voiture pour se rendre sur leur lieu de travail que le carburant représente, à côté du logement, l'un de leurs principaux postes de dépenses. Quand le prix de l'essence grimpe de 50 centimes par gallon, cela coûte annuellement aux consommateurs américains environ 70 milliards de dollars. Et si le prix de l'essence dépasse les 5 dollars par gallon, comme récemment en avril 2011, des millions de citoyens doivent choisir d'abandonner soit leur lieu de résidence soit leur lieu de travail. C'est pourquoi le prix du pétrole et sa formation font régulièrement l'objet de débats passionnés aussi bien entre citoyens qu'au Congrès. Cela explique aussi pourquoi la majorité des députés et des sénateurs ont, en juillet 2010, profité de l'adoption du paquet législatif sur la réforme des marchés financiers, appelé « Dodd-Frank Act », pour revenir sur la dérégulation des bourses de matières premières et limiter ainsi l'emprise du secteur financier. De plus, ils ont remis à jour et précisé la loi sur les bourses de matières premières (Commodity Exchange Act, CEA) qui assigne à la CFTC, autorité de surveillance basée à Washington, la tâche de « réduire, éliminer ou empêcher la spéculation excessive » sur les marchés à terme.

Pour arriver à leurs fins, les législateurs américains ont ordonné la réintroduction des vieilles règles qui prévalaient sur les marchés à terme avant la libéralisation. Aussi, les pouvoirs publics se doivent-ils de nouveau d'édicter et d'imposer des « limites maximales pour le nombre de positions sur les contrats à terme, les options et les swaps » aussi bien pour les « particuliers » que pour des « classes ou groupes [entiers] de négociants »¹²⁴. Dans le même temps, cette loi a annulé le paquet législatif de 1999 qui abrogeait les limites de position pour les produits dérivés dans le secteur de l'énergie. Mais avant tout, le Congrès a confié à l'autorité de surveillance la tâche de ne permettre le dépassement de ces limites que pour les transactions servant à garantir les prix dans le cadre du commerce physique de matières premières de toutes sortes. En revanche, les acteurs qui ne garantiraient leurs risques qu'à partir de transactions purement financières ne devraient à l'avenir souffrir d'aucune exception à ce régime des positions. Les banques d'investissement et les hedge funds ne devraient donc être autorisés à intervenir sur les marchés à terme que dans un cadre très limité.

¹²³ Financial Times, Obama blames speculators for oil price rises, 19.04.2011.

¹²⁴ Dodd-Frank Act § 737(a)(3)(A)

La tâche était par conséquent claire et la loi a établi un calendrier pour sa mise en application. Au plus tard un an après l'adoption du Dodd-Frank Act, soit jusqu'au 21 juillet 2011, la CFTC devait avoir édicté et imposé les règlements correspondants. Or, les principes qui paraissaient à l'origine si clairs n'ont toujours pas été mis en pratique un an après. Car les banques de Wall Street, et avec elles les grands groupes pétroliers et de négoce en matières premières, ont mis leur puissante machinerie de lobbying en route afin de contrecarrer l'introduction de nouvelles règles. Ne serait-ce qu'au Congrès américain, 2 000 lobbyistes sont recensés pour le seul secteur financier, soit plus de quatre lobbyistes pour chaque représentant ou sénateur. Trois quarts d'entre eux sont d'anciens collaborateurs du parlement américain, dont 73 sont des ex-représentants ou sénateurs¹²⁵.

Les représentants du Parti républicain, qui ont conquis en octobre 2010 la majorité à la Chambre, se sont mis de bonne grâce à leur service. Ils se sont donné pour tâche de faire échouer le plus important projet du gouvernement Obama après la réforme de la santé, à savoir la re-réglementation des marchés financiers. Comme ils ne pouvaient dans un premier temps pas revenir sur la loi même, ils ont coupé les fonds, sans autre forme de procès, à l'autorité de surveillance. Le représentant Spencer Bachus, qui avait fait financer sa campagne électorale à hauteur de plus d'un million de dollars par des entreprises et des lobbyistes du secteur financier, a eu un rôle moteur dans cette affaire¹²⁶. Il a pris par la suite la présidence de la commission sur les services financiers, à laquelle revient le contrôle parlementaire de l'autorité de surveillance financière. À ce poste, M. Bachus et ses collègues ont usé de leur nouvelle majorité pour affaiblir cette dernière, notamment en ce qui concerne la supervision des transactions de produits dérivés. Au lieu des 460 millions de dollars requis par le gouvernement, la CFTC a reçu seulement 202 millions de dollars pour l'année budgétaire se terminant en octobre 2011.

Aux États-Unis, les lobbyistes du secteur financier sapent la mise en œuvre des dispositions du Commodities Exchange Act.

Les conséquences sont étranges. Cette autorité a la haute main sur le projet clé de la réforme des marchés financiers, la réglementation du marché des produits dérivés financiers de toutes sortes, et tout particulièrement ceux qui ne sont pas négociés en bourse mais de gré à gré par les banques (« over-the-counter », OTC), ce qui inclut toutes les transactions spéculatives sur les cours des matières premières. Le manque de transparence et de contrôle de cette zone grise du secteur financier explique en partie comment, à l'automne 2008, la faillite d'une seule banque a pu mener la totalité du système financier mondial au bord du gouffre. En tout, la CFTC devait édicter, puis surveiller l'application de 51 nouveaux règlements. Mais elle n'a pas été en mesure de pourvoir les 200 postes prévus à cet effet. Comme l'autorité ne pouvait même pas payer les frais de voyage de ses employés, ceux-ci ont voyagé dans des bus lents ou passé huit heures par jour en train entre Washington et New York pour économiser sur les nuitées à l'hôtel. Son chef a même dû payer de sa poche un voyage à Bruxelles où il devait rencontrer la Commission européenne pour solliciter la mise en place conjointe de réformes financières. Cette instance manque cruellement de moyens pour superviser l'application des nouveaux règlements qui seront mis en place. « Nous avons dépensé des centaines de milliards pour cet abominable renflouage

¹²⁵ Center for Responsive Politics, Public Citizen, Banking on Connections, Washington, juin 2010.

¹²⁶ Selon les données du Center for Responsive Politics, qui constitue une source fiable sur le financement des campagnes électorales. Voir : www.opensecrets.org

[des banques] et maintenant nous ne finançons même pas les réformes pour empêcher que cela ne se reproduise », a déploré Bart Chilton, un des cinq commissaires de la CFTC¹²⁷.

Parallèlement, les opposants à la réforme ont organisé la fronde au sein même de l'autorité. Cette dernière est présidée par l'ancien dirigeant de Goldman Sachs, Gary Gensler, lequel a fait siens les objectifs de la réforme des marchés financiers et publiquement admis que la dérégulation qu'il avait autrefois soutenue avait été une erreur¹. Cependant, M. Gensler ne peut prendre aucune décision seul et doit obtenir la majorité des cinq membres du collège de direction de l'instance. Or, deux commissaires, Scott O'Malia et Jill Summers, sont du côté des Républicains. De plus, Michael Dunn, l'un des trois commissaires désignés par les Démocrates, s'est exprimé contre la mise en place de limites de position strictes. Néanmoins, il ne s'est pas complètement opposé à toute réglementation. En janvier 2011, M. Gensler a donc pu présenter au débat public au moins une proposition de compromis pour le secteur des matières premières. Celle-ci fixe des limites très élevées qui ne correspondent pas à l'objectif initial, à savoir limiter la spéculation dans son ensemble. Divisées entre un plus grand nombre de courtiers bancaires, les sommes investies peuvent être aussi importantes qu'auparavant (voir parenthèse : Outils contre la spéculation sur les matières premières, p. 76). Pourtant, le secteur financier a déclenché une véritable tempête contre cette proposition. Jusqu'à aujourd'hui, l'activité est aux mains de deux bonnes douzaines de banques et de grands groupes de négoce. Or, les dépôts en contrats à terme qu'ils gèrent sont si importants qu'ils dépassent de loin les limites pourtant généreuses du texte. De plus, la CFTC veut leur retirer le statut d'exception qui les dispensait jusqu'ici de toute restriction. Les seules exceptions aux limites de position à pouvoir encore être accordées concernent les entreprises qui apportent la preuve tangible qu'elles doivent effectivement gérer physiquement de grosses quantités de matières premières. « Cela réduirait considérablement nos affaires », a concédé le stratège en chef d'une des principales banques d'investissement. C'est pourquoi les avocats du secteur financier ont assailli la CFTC d'innombrables demandes de rendez-vous et submergé ses employés de milliers de notes de protestation. Les critiques, et tout particulièrement l'association de lobbying Futures Industry Association (FIA), contestent notamment le droit même de la CFTC à instaurer des limitations car il n'y aurait aucune preuve que la spéculation ait un effet dommageable sur le négoce de marchandises physiques – une affirmation pourtant constamment démentie par les analystes des banques concernées quand ils expliquent l'évolution des prix par le flux et le reflux des investissements en capitaux. Néanmoins, au cas où la CFTC maintiendrait ses projets, la FIA l'a menacée de porter plainte devant un tribunal de district de Washington¹²⁹.

La résistance à la réforme a beau être obstinée, le soutien qui lui est apporté l'est tout autant. En contrepoint de la « tempête des lobbies » du secteur financier, un contre-lobby tout aussi solide s'est formé. La Commodity Markets Oversight Coalition est une alliance tout à fait inhabituelle de près de 50 organisations dont les adhérents représentent toute la société américaine.

La résistance à la réforme a beau être obstinée, le soutien qui lui est apporté l'est tout autant. En contrepoint de la « tempête des lobbies » du secteur financier (Bloomberg), un contre-lobby tout aussi solide s'est formé. La Commodity Markets Oversight Coalition est une alliance tout à fait inhabituelle de près de 50 organisations dont les adhérents représentent toute la société américaine. On

¹²⁷ New York Times, U.S. Regulators Face Budget Pinch as Mandates Widen, 03.05.2011.

¹²⁸ Bloomberg, Gensler Evolving in Derivatives War Sees No Deed Go Unpunished, 21.06.2011.

¹²⁹ Reuters, Position Limits head for Showdown in Court, 31.03.2011.

y trouve les grands groupes de transport aérien comme l'association des transporteurs routiers, les associations de protection des consommateurs comme les détaillants en pétrole et en gaz ou des groupes d'activistes religieux ou de gauche. Contrairement à l'Europe, plusieurs organisations d'agriculteurs ont rejoint le mouvement, dont la puissante National Farmers Union, qui compte plus de 300 000 exploitations adhérentes. Les agriculteurs bénéficient certes des prix élevés, du moins s'ils cultivent des céréales. Mais dans le même temps, ils sont perdants du fait des fortes fluctuations et des prix élevés du carburant, a fortiori s'ils pratiquent l'élevage bovin, porcin ou de volailles et ne peuvent répercuter les prix élevés de la nourriture pour animaux sur leurs clients. Tout bien considéré, conclut le président de l'organisation, Roger Johnson, « les agriculteurs se battent pour payer les coûts élevés et les communautés rurales ont du mal à joindre les deux bouts »¹³⁰.

« Je crois que c'est le groupe le plus hétérogène qui n'ait jamais existé », se réjouit Jim Collura, un des organisateurs et lobbyiste pour le commerce de détail des carburants, après la conférence annuelle de juillet 2010. « Sur d'autres sujets, certaines de ces organisations ne partagent pas le même point de vue »¹³¹.

Néanmoins, sur cette question, leur intérêt commun est de rétablir l'utilité des bourses de contrats à terme pour les simples commerçants et les consommateurs de matières premières ainsi que de limiter l'envolée des prix. Le conflit classique entre Wall Street et Main Street est particulièrement manifeste sur ce sujet, et est attentivement suivi aussi bien par les médias que par les électeurs. Et les critiques font pression. Dans leurs lettres aux parlementaires, leurs manifestations et leurs interviews télévisées, ils déclarent clairement que la réglementation proposée ne va pas assez loin (voir p. 76).

Au moment de la rédaction de ce rapport, on ne sait pas encore si, et dans quelle mesure, ce débat aboutira à l'introduction de nouvelles règles. Comme au parlement américain, une sorte d'impasse sociétale préside à la lutte de pouvoir autour de la CFTC et de ses règlements. La situation est d'autant plus compliquée que la réforme des marchés à terme doit s'accompagner d'une surveillance sur l'ensemble du marché des produits dérivés, donc aussi sur sa plus grande partie qui est négociée hors des bourses. Et les limites de position sont censées être appliquées également à ce secteur du marché. Jusqu'en juin 2011, les méthodes et les critères utilisés pour appréhender et superviser ces transactions de gré à gré n'étaient pas encore définis, en grande partie parce que les banques et fonds concernés soulèvent toujours de nouvelles objections. Comme, en outre, aucune majorité ne se dégageait à la direction de la CFTC concernant la mise en œuvre des nouveaux règlements, ses cinq commissaires ont repoussé leur application dans un premier temps jusqu'à la fin 2011. Cependant, lorsque des représentants et sénateurs démocrates ont protesté contre cette « violation de la loi »¹³², Gary Gensler a promis d'introduire la nouvelle réglementation peut-être dès le « début de l'automne »¹³³. La nouvelle nomination prévue au sein du collège de direction de la CFTC fera peut-être avancer les choses. Car le mandat de l'opposant à M. Gensler, Michael Dunn, arrive à son terme et l'administration Obama a désigné comme candidat à sa succession Mark Wetjen. En tant que proche collaborateur

On ne connaît pas encore l'issue du débat politique relatif à la spéculation sur les matières premières aux États-Unis. Mais la pression de l'opinion publique est tellement forte que le gouvernement et le parlement ne pourront pas s'y soustraire.

¹³⁰ National Farmers Union, communiqué de presse, 24.06.2009.

¹³¹ Huffington Post, Wall Street Reform: Traditional Foes Join Forces To Take On Bankers, 01.08.2010.

¹³² Sénateur Bernie Sanders, Stop Oil Speculation now, communiqué de presse, 15.06.2011.

¹³³ Bloomberg, CFTC to Consider Position Limits in Early Fall, 21.07.2011.

>> PARENTHÈSE : OUTILS CONTRE LA SPÉCULATION SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES

POUR LIMITER L'INFLUENCE DES INVESTISSEURS EN CAPITALS SUR L'ÉVOLUTION DES COURS DANS LES MARCHÉS À TERME, ON PEUT PROCÉDER DE TROIS MANIÈRES : RESTREINDRE L'ACCÈS DES INVESTISSEURS SPÉCULATIFS AUX MARCHÉS À TERME, EXCLURE LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS COMME LES FONDS DE PENSION ET LES ASSURANCES, ET ENFIN INTERDIRE LES FONDS INDICIELS SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES.

LES LIMITES DE POSITION

À l'heure actuelle, aux États-Unis comme en Europe, la plupart des politiciens réformistes mais aussi des organisations de la société civile penchent avant tout pour une (ré)introduction de ce que l'on appelle les « limites de position ». On entend par là une limite maximale, définie pour chaque bourse et chaque matière première, du nombre de contrats à terme et de produits dérivés comparables négociés par les banques auxquels chaque entreprise ou négociant peut, individuellement, souscrire. Cette revendication trouve son origine dans l'expérience des marchés à terme américains qui appliquaient de telles règles jusqu'à la fin du siècle dernier et limitaient effectivement la part des transactions spéculatives à généralement moins de 30 % du total des transactions de futures. La réforme des marchés financiers adoptée par le Congrès américain en juillet 2010 a explicitement ordonné le rétablissement de telles limites. De ce fait, l'autorité américaine de surveillance, la CFTC, a mis au débat une proposition concrète dont la mise en application est encore attendue. Si celle-ci entre en vigueur, alors une entreprise ne pourra pas détenir plus de 10 % de tous les contrats ouverts par matière première et mois de livraison et pas plus de 2,5 % de tous les contrats à terme sur tous les mois de livraison, que ce soit en tant qu'acheteur (position longue) ou que vendeur

(position courte)¹³⁴ Rapporté aux valeurs moyennes pour 2010, cela signifierait que chaque entreprise serait autorisée à souscrire des contrats à terme pour presque six millions de tonnes de maïs, 2,6 millions de tonnes de soja ou 2,2 millions de tonnes de blé tendre (type de contrat de la CBOT). En ce qui concerne le pétrole, la quantité admise pour chaque entreprise financière s'élèverait à plus de 100 millions de barils.

Il n'est pas sûr que cela permette de restreindre assez la spéculation pour qu'elle n'ait plus aucun effet déstabilisateur sur les cours. La concentration du marché des contrats à terme, jusqu'ici entre les mains de grandes banques d'investissement comme Goldman Sachs, Deutsche Bank, Barclays, Morgan Stanley ou JP Morgan, s'en trouverait sans doute réduite. Car ces banques, mandatées par leurs clients, ne pourraient plus détenir des centaines de milliards sur les marchés à terme. Toutefois, un plus grand nombre d'entreprises financières pourrait prendre leur place. Le volume total des investissements spéculatifs et, par la même occasion, leur influence sur les cours des marchés à terme n'en seraient vraisemblablement que peu ou pas du tout affectés. C'est cette objection qu'a émise Adair Turner, dirigeant de l'autorité britannique de surveillance, la FSA, qui s'est prononcée contre le fait de s'inspirer du modèle américain dans la future législation de l'UE. « Même si l'arrivée

d'une catégorie d'acteurs purement financiers sur le marché a un effet néfaste, limiter les parts respectives des différents investisseurs dans le nombre de contrats souscrits ne serait pas une réponse efficace, car théoriquement, une multitude d'investisseurs disposant de positions inférieures à cette limite pourraient, ensemble, conserver un grand pouvoir », a écrit M. Turner¹³¹.

DES LIMITES DE POSITION AGRÉGÉES DOIVENT ÊTRE MISES EN PLACE

Pour maîtriser la spéculation, la Commodity Markets Oversight Coalition qui, aux États-Unis, réunit des entreprises consommatrices de matières premières, des organisations de protection des consommateurs et des groupes d'action sur les politiques de développement, clame la nécessité de mettre en place des « limites de position agrégées », c'est-à-dire des limites maximales absolues non plus pour chaque entreprise mais pour l'ensemble des transactions spéculatives sur les marchés à terme. Du coup, les investisseurs financiers, pris ensemble, n'auraient en substance plus le droit de détenir plus de 30 % de tous les produits dérivés pour une matière première négociée sur une place boursière américaine. Si cette limite se voyait dépassée, les investisseurs seraient dans l'obligation de réduire leurs positions dans les mêmes proportions. Le think-tank fondé par le gérant de fonds spéculatif Michael Masters, Better Markets, propose en outre d'introduire une limite spéciale de 10 % sur toutes les positions pour les fonds indiciels sur matières premières. L'objectif est de saper l'influence des investisseurs à long terme qui, indépendamment de l'évolution de l'offre et de la demande des biens physiques, contractent des positions d'achat (longues) à des prix élevés et poussent ainsi les cours à la hausse¹³⁶.

Toutefois, quelle que soit leur forme, les limites de position présentent un problème fondamental : leur utilisation suppose en effet que les autorités

de surveillance sont en mesure de distinguer clairement les investisseurs purement spéculatifs des acteurs qui souscrivent des contrats à terme pour se protéger des fluctuations de prix pour l'achat et la vente de biens physiques. En effet, ceux que l'on nomme « opérateurs en couverture » (hedgers en anglais) ou « utilisateurs finaux » de produits dérivés dans le jargon des marchés, des entreprises telles que des compagnies aériennes, des entreprises de transformation agro-alimentaires ou encore des grands groupes céréaliers ou pétroliers, manipulent nécessairement de bien plus larges quantités de matières premières que les limites de position ne le permettent. De telles transactions à terme, qui sont associées à la gestion de biens physiques, doivent donc être dispensées de restrictions par les autorités de surveillance pour que les marchés à terme continuent de remplir leur fonction d'origine. C'est également ce que prévoit la CFTC. Selon elle, pour obtenir une dispense, tous les acteurs devraient d'abord chiffrer le volume exact de leurs transactions physiques.

LES LIMITES DE POSITION ONT LEURS LIMITES

Dans la pratique, cette distinction est difficile à effectuer. Il y a encore dix ans, la limite entre les deux secteurs du marché des produits dérivés était clairement définie ; ce n'est plus le cas aujourd'hui. Toutes les grandes banques d'investissement participent désormais au négoce de matières premières physiques. À l'inverse, de grands groupes de négoce de céréales, de pétrole ou de métaux industriels mènent une grande variété d'activités financières. Le grand groupe Cargill, par exemple, le plus gros négociant et transformateur de céréales du monde, est très actif dans le domaine des fonds de pension et des hedge funds, qui lui permettent de disposer de capitaux pour parier sur les matières premières¹³⁷. Il en est de même pour les concurrents de Cargill, ADM et

¹³⁴ CFTC, 17 CFR Parts 1, 150 and 151 RIN 3038-AD15 and 3038-AD16, Position Limits for Derivatives, Federal Register, Vol. 76, No. 17, Washington, 26.01.2011.

¹³⁵ Adair Turner et al., The Oil Trading Markets, 2003 – 2010: Analysis of market behaviour and possible policy responses, Oxford Institute for Energy Studies, avril 2011.

¹³⁶ Better Markets, Position Limits on Derivatives, Letter to the CFTC, Washington, 28.03.2011.

¹³⁷ Financial Times, Cargill faces jump in trading costs, 01.03.2011.

Bunge. Lorsque la CFTC, l'autorité américaine de surveillance, a annoncé ses nouveaux règlements, on a pu constater à quel point leurs transactions sur les marchés à terme s'étaient éloignées de leur but initial. Car en fait, les nouveaux règlements devraient normalement les avantager, dans la mesure où leurs opérations de couverture devraient être exemptes de restrictions. Malgré tout, les grands marchands de céréales ont fait front commun avec le secteur financier contre les limites de position prévues en expliquant que celles-ci étaient « définies de manière inutilement restrictive »¹³⁸.

LES LIMITES DE POSITION SONT-ELLES SUFFISANTES ?

Dans le secteur pétrolier, le même mélange de spéculation financière et de commerce physique est tout à fait courant. Ainsi les grands groupes Shell et BP ne sont-ils pas uniquement les plus grands marchands de pétrole brut et exploitants de raffinerie du monde après Exxon, ils comptent également parmi les principaux négociants de produits financiers dérivés sur le pétrole. Le magazine spécialisé Energy Risk place les deux groupes aux sixième et septième rangs de son classement des plus importants investisseurs financiers dans le secteur de l'énergie. En tête figurent les banques d'investissement Morgan Stanley et Barclays¹³⁵, lesquelles, de leur côté, détiennent leurs propres compagnies maritimes de transport pétrolier et des sociétés d'oléoducs et pourraient donc, au même titre que Shell ou BP, prétendre au statut « d'utilisateurs finaux » de produits dérivés sur matières premières¹³⁶. Aussi, pour n'appliquer les limites de position qu'à la partie spéculative de l'activité des produits dérivés, les autorités de surveillance devraient-elles réclamer des données exactes à chacune de ces entreprises. Mais elles ne pourraient les contrôler qu'en procédant à des audits approfondis, un luxe qu'aucune administration ne peut s'offrir. Dans la pratique, il ne leur resterait donc qu'à traiter les possibles dépassements avec mansuétude.

Cela ne signifie pas que l'instauration de limites de position, telle qu'elle est prévue aux États-Unis

et souhaitée en Europe, soit vaine. Mais on peut se demander si ces limites permettront à elles seules de mettre efficacement un terme à la spéculation excessive. Pour compléter la réglementation sur les transactions de produits dérivés, on pourrait donc penser à attaquer la spéculation sur les matières premières à la source, à savoir auprès des fonds de pension, des compagnies d'assurance, des directions de fondation et des gestionnaires d'actifs. Car ces dépositaires de capitaux, appelés « investisseurs institutionnels », disposent d'une grande partie du capital servant aux paris sur la hausse des cours des matières premières. Mais pourquoi l'épargne de millions de salariés, les primes des assurés ou les actifs de fondations d'utilité publique et exemptées d'impôts devraient-ils être utilisés pour spéculer sur la hausse des prix des matières premières ? Pour se justifier, les fournisseurs des fonds avancent toujours que, pour de tels investisseurs, l'investissement dans les matières premières contribuerait à « se couvrir contre l'inflation et à répartir le risque » pesant sur leur portefeuille et ainsi sur les pensions des épargnants et les revenus des fondations. C'est par exemple ce qu'affirme Pimco, plus important gestionnaire d'actifs du monde au sein du groupe Allianz¹⁴¹. Mais cela n'est plus le cas depuis longtemps. En effet, c'est justement le détournement de larges volumes de capitaux pour investir sur les marchés de matières premières qui a conduit à ce que les rendements visés ne soient en rien plus sûrs ou meilleurs que ceux sur les marchés d'actions et d'obligations. « La recherche d'actifs non corrélés a été victime de son succès », constate également Gillian Tett, experte du Financial Times, à propos des erreurs de la communauté des investisseurs¹⁴². Par exemple, les investisseurs ayant investi dans des fonds sur la base du S&P Goldman Sachs Commodity Index ont perdu en moyenne 6,5 % par an entre 2005 et 2010, car cette période correspond à la plongée des bourses consécutive à la crise financière. Et même ceux qui ont investi sur la base du deuxième plus important indice de matières premières, le Dow Jones UBS-CI, ont obtenu un rendement annuel d'à peine un pour cent, soit moins que le taux d'inflation. En revanche, les investissements

en actions du S&P 500 Index, qui comprend les 500 plus grandes sociétés par actions américaines, ont enregistré un rendement de 2,4 %¹⁴³.

LES INVESTISSEURS CONSCIENTS DE LEURS RESPONSABILITÉS SONT MINORITAIRES

Désormais, le doute s'installe également dans l'esprit des gestionnaires de fonds de pension et de fondations. CalSTRS, par exemple, le fonds de pension des enseignants et des fonctionnaires californiens et le deuxième plus grand fonds de sa catégorie aux États-Unis, avait en principe prévu d'investir 2,5 milliards de dollars dans les fonds de matières premières en 2010. Cependant, lorsque plusieurs groupes d'action ont critiqué ce projet, les gestionnaires du fonds ont chargé des experts indépendants d'examiner leurs arguments. Au bout de huit mois de consultations approfondies, il a été conclu que les maigres rendements ne contrebalançaient pas les risques potentiels pour les pays pauvres comme pour les consommateurs américains, et le projet a été mis au placard¹⁴⁴. De même, le comité de gestion du Royal Mail Pension Plan, destiné aux employés de la poste publique britannique, a fermement décidé de ne plus investir dans les matières premières. Parallèlement, le nombre de gestionnaires de fonds de pension à la recherche de placements « durables », c'est-à-dire socialement et écologiquement responsables, a augmenté.

Néanmoins, les investisseurs conscients de leurs responsabilités sont encore minoritaires. La banque privée suisse Sarasin, par exemple, tente de se spécialiser dans la commercialisation de produits d'investissement durable. Au plus fort de la crise alimentaire en juin 2008, les fonds de matières premières proposés par la banque se sont

donc retirés du négoce des contrats à terme sur le maïs et le blé. Mais il n'en est rien resté. Comme ses clients réclamaient les habituels investissements indiciels sur toute la gamme des matières premières, les presque deux milliards d'euros des fonds de matières premières de la banque ont été réinvestis dans le secteur agricole¹⁴⁵.

LA PRESSION DE L'OPINION PUBLIQUE NE SUFFIT PAS

Cet épisode démontre que la pression de l'opinion publique ne suffit pas. De nombreux éléments plaident en faveur de l'introduction d'une nouvelle réglementation en la matière. Les caisses de retraite, les compagnies d'assurance et les fondations d'utilité publique sont de toute façon soumises à des conditions strictes pour protéger leurs clients et leurs actifs. Une nouvelle obligation, celle de ne pas investir l'argent des épargnants et des donateurs dans les matières premières, pourrait facilement être ajoutée. Et contrairement à ce qui vaut pour les limites de position, les autorités de surveillance pourraient mettre en œuvre cette mesure à moindre frais. En outre, cela ne provoquerait aucun dommage économique. Au contraire, il y aurait peut-être plus de capitaux disponibles pour les investissements productifs.

Enfin, il en est de même pour les fonds indiciels ainsi que pour les certificats sur les matières premières, auxquels souscrivent principalement des investisseurs individuels. Ces placements représentent maintenant un tiers des sommes investies sur les marchés de produits dérivés sur matières premières. Ils n'ont pas non plus d'utilité pour l'économie nationale, mais ont plutôt un potentiel de nuisance. Par conséquent, ils pourraient tout simplement être interdits par le législateur.

¹³⁸ Financial Times, Commodity traders hit back at planned US futures curbs, 13.06.2011.

¹³⁹ John Parsons, Massachusetts Institute of Technology, When is an end-user not an enduser?, Beitrag im Blog „Betting the Business, Financial Risk Management for non-financial Corporations“, <http://bettingthebusiness.com/2011/02/17/when-is-an-end-user-not-an-enduser>, 07.02.2011.

¹⁴⁰ Handelsblatt, Beim Rohstoff-Roulette gewinnt immer die Bank, 09.08.2010.

¹⁴¹ Pimco, Commodities-Based Strategies, <http://www.pimco.com/EN/Solutions/Pages/Commodities.aspx?origin=Strategies>.

¹⁴² Financial Times, Gillian Tett, Index trackers offer clues to herd behaviour, 26.05.11.

¹⁴³ Barclays Capital, The Commodity Refiner, Commodity investment performance, 03.02.2011.

¹⁴⁴ Wall Street Journal, Calstrs Reins In Plans for a Big Bet, 20.11.2010.

¹⁴⁵ Bank Sarasin, communiqué de presse 09.06.2008, citation d'un porte-parole de la banque en mai 2011.

du porte-parole du groupe démocrate au Sénat, ce juriste a joué un rôle essentiel dans la négociation de la loi sur la réforme des marchés financiers. Comme il n'occupait alors aucune fonction publique, il n'a jusqu'ici jamais exprimé sa position quant à la mise en œuvre de la loi. Toutefois, la plu-part des observateurs s'attendent à ce qu'il prenne le parti de M. Gensler et lui apporte la majorité dont il a besoin¹⁴⁶. Au moment de la rédaction du présent rapport, sa nomination n'a cependant pas été confirmée.

On ne sait certes pas encore sur quelle réglementation va déboucher le conflit politique au sujet de la spéculation sur les matières premières aux États-Unis. Mais la pression de l'opinion publique est telle que ni le gouvernement, ni le parlement ne peuvent s'y soustraire. De l'autre côté de l'Atlantique en revanche, rien n'est moins sûr. Contrairement aux États-Unis, trois ans après la grande crise, l'Europe n'a toujours pas édicté les lois essentielles pour réformer les marchés financiers. Et en septembre 2011, il n'y avait même pas la moindre proposition de loi pour limiter la spéculation sur les matières premières. De ce fait, les transactions sur les bourses de matières premières en Europe continuent à ne connaître qu'une surveillance formelle. Les données sur les positions de chaque entreprise ne sont pas collectées et il n'y a aucun contrôle sur les investisseurs actifs dans ce secteur¹⁴⁷.

EMIR, MIFID ET AEMF : DES TIRAILLEMENTS SUR LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU SEIN DE L'UE

« La spéculation sur les denrées alimentaires est scandaleuse alors que le monde compte un milliard d'affamés. Je me bats pour un monde plus juste : je veux que l'Europe soit à la tête de ce monde-là. »

.....
Michel Barnier, commissaire européen

Dans le groupe d'experts sur la régulation des produits dérivés financiers et produits dérivés sur matières premières, désigné à l'automne 2009 pour préparer les réformes, 34 des 44 membres étaient issus d'entreprises du secteur financier ou d'une de leurs organisations. Parmi eux, 25 sont liés à l'International Swaps and Derivatives Association, la principale organisation de lobbying du marché des produits dérivés.

Si cela ne tenait qu'à Michel Barnier, le commissaire européen à la régulation du marché intérieur, l'Europe aurait depuis longtemps introduit des règles strictes pour les investisseurs de capitaux sur les marchés de matières premières. « La spéculation sur les denrées alimentaires est scandaleuse alors que le monde compte un milliard d'affamés », a-t-il déclaré au Parlement européen en janvier 2010. « Je me bats pour un monde plus juste : je veux que l'Europe soit à la tête de ce monde-là », a-t-il professé¹⁴⁸. Mais M. Barnier n'est que l'un des 27 commissaires qui décident conjointement des projets de loi dans l'UE. Or, la Commission n'est pas le gouvernement de l'Europe mais une institution qui se contente d'élaborer des propositions destinées aux législateurs européens, le Conseil des ministres des 27 gouvernements et le Parlement. De même, les ressources de la Commission sont extrêmement limitées. Elle compte moins d'employés que l'administration municipale de la ville de Cologne et dépend donc du travail de terrain de multiples entreprises et groupes de conseil – une porte ouverte pour les groupes d'intérêts bien organisés et leurs lobbyistes. En conséquence, les commissaires et leurs fonctionnaires sont constamment englués dans un réseau comptant la plupart du temps plusieurs centaines de protagonistes. Ce n'est donc pas un hasard si, un an et demi après les déclarations apparemment radicales de Barnier, la question de savoir si et comment l'UE va réguler les transactions de produits dérivés

.....
¹⁴⁶ Reuters, New CFTC steward: novice who could break logjam, 19.05.2011.

¹⁴⁷ À la bourse de céréales du Matif, il y a certes des limites de position, mais elles sont seulement appliquées aux futures qui arrivent à échéance. Pour les investisseurs dans les matières premières, elles ne sont pas importantes – selon les dires de certains gestionnaires de fonds – car ces investisseurs peuvent les contourner en procédant à temps au « roulement » dans le future arrivant plus tard à échéance.

¹⁴⁸ Audition sur la régulation du secteur des services financiers, 13.01.2010, Bruxelles.

sur les matières premières est encore ouverte. Et comme à Washington, le secteur financier a dépêché à Bruxelles toute une armée de lobbyistes pour contrecarrer les efforts de réforme des marchés financiers. Ceux-ci occupent une place dominante dans tous les groupes de conseil désignés par la Commission pour les réformes financières. Dans le groupe d'experts sur la régulation des produits dérivés financiers et produits dérivés sur matières premières, désigné à l'automne 2009 pour préparer les réformes, 34 des 44 membres étaient issus d'entreprises du secteur financier ou d'une de leurs organisations. Parmi eux, 25 sont liés à l'International Swaps and Derivatives Association, la principale organisation de lobbying du marché des produits dérivés¹⁴⁹. Les 10 autres membres sont des représentants des autorités nationales de surveillance. Aucun expert critique et indépendant n'a été ni invité ni consulté. Thierry Philipponnat, secrétaire général du think-tank indépendant Finance Watch à Bruxelles et ancien dirigeant du grand groupe boursier NYSE-Euronext, estime que le secteur financier dépense quotidiennement plus d'un million d'euros pour ses activités de lobbying dans la capitale belge.

L'âpreté des luttes autour de la spéculation sur les matières premières s'est manifestée quand, en janvier 2011, la Commission a publié sa prise de position sur ce thème ainsi que les réformes qu'elle envisageait. Dans leur projet déjà approuvé par tous les services concernés, les fonctionnaires de M. Barnier font leur l'argument classique du lobby financier, à savoir qu'il n'y aurait pas « de preuves probantes » du rapport entre l'accroissement des investissements spéculatifs dans les produits dérivés sur matières premières et la hausse des prix des matières premières sur le marché physique¹⁵⁰. Une fois que plusieurs médias se sont saisis du sujet, le chef d'État français Sarkozy est intervenu en personne. Il aurait mieux valu publier cette étude « le 1er avril », a-t-il commenté, sarcastique¹⁵¹. En conséquence, les fonctionnaires de M. Barnier ont quelque peu atténué leurs propos. Dans les documents officiels publiés par la suite, il est dit qu'il est « difficile d'apprécier pleinement les interactions et l'incidence que peuvent avoir sur la volatilité des marchés physiques sous-jacents les fluctuations sur les marchés d'instruments dérivés » et qu'il est nécessaire de « pousser plus avant les travaux pour mieux comprendre cette évolution »¹⁵².

Mais il ne reste guère beaucoup de temps pour cela. Pas moins de trois lois européennes doivent être réformées pour rendre le marché des produits dérivés financiers et sur matières premières transparent et contrôlable en Europe. Or, selon les projets de la Commission, elles doivent toutes être adoptées en 2011. Le premier projet porte le nom d'EMIR, acronyme de « European Market Infrastructure Regulation », et attend d'être adopté par le Conseil et le Parlement depuis septembre 2010. Il prévoit, comme aux États-Unis, de sortir les transactions de produits dérivés de toutes sortes de la zone grise du négoce hors bourse et de les confier aux chambres de compensation, où tous les acteurs devront déposer un collatéral et les instances de surveillance pourront contrôler les risques encourus. Comme beaucoup de critiques l'ont souligné, ce projet aurait aussi pu réglementer le traitement des produits dérivés sur matières premières négociés

EMIR

La European Market Infrastructure Regulation (EMIR) est un règlement européen adopté au printemps 2011 qui prévoit que les transactions de produits financiers de toutes sortes soient à l'avenir exécutées uniquement dans les places boursières ou dans des institutions similaires placées dans l'obligation de transmettre leurs données aux autorités de surveillance. Le règlement vise à ce que les institutions financières cessent de prendre des risques excessifs en dehors de toute surveillance.

MiFID

La MiFID fait référence à la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers, la Markets in Financial Instruments Directive. Elle prévoit les règlements et les obligations que les opérateurs des places boursières et des autres marchés organisés de titres et d'instruments financiers doivent respecter ainsi que les missions des autorités de surveillance dans ce domaine. Une réforme de la directive, annoncée pour l'automne 2011, doit également contenir des dispositions concernant la future organisation du marché européen des produits dérivés qui est actuellement largement libéralisé.

¹⁴⁹ Selon les données de la Commission européenne dans le registre du groupe d'experts, autrefois accessible à l'adresse <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/detail.cfm?ref=2299>. Depuis la dissolution du groupe, ces données ont été supprimées. Voir aussi : Corporate Europe Observatory, Financial Warmongers Set EU Agenda, Bruxelles, avril 2010.

¹⁵⁰ Frankfurter Allgemeine Zeitung, EU-Kommission gegen Agrarminister, 24.01.2011; Financial Times, Commodities daily: Spectres of speculation, 28.01.2011.

¹⁵¹ Frankfurter Allgemeine Zeitung, EU-Kommission knickt vor Paris ein, 27.01.2011.

¹⁵² Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Relever les défis posés par les marchés des produits de base et les matières premières, Bruxelles, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/raw-materials/files/docs/communication_fr.pdf, 02.02.2011.

AEMF

Cet acronyme fait référence à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA en anglais), une nouvelle autorité de surveillance créée au printemps 2011 pour le commerce des valeurs mobilières dans l'Union européenne. Les compétences de cette autorité, dont le siège est à Paris, se limitent cependant pour l'instant à la coordination du travail de surveillance dans les pays membres. Les fonctionnaires de l'AEMF n'ont aucune fonction exécutive directe.

sur les marchés à terme. Or, la Commission a tout d'abord reculé devant cette nouvelle étape. Mais ce texte doit désormais s'accompagner de la réforme de deux autres directives, l'une concernant la prévention des délits d'initié et autres délits financiers (Market Abuse Directive) et l'autre, appelée directive MiFID, acronyme de « Markets in Financial Instruments Directive ». Toutefois, leur élaboration provoque tant de controverse au sein de la Commission et entre les gouvernements que M. Barnier, contrairement au calendrier initial, a repoussé le dépôt de ces projets de loi à octobre 2011. Au cœur de la polémique figure la question de savoir si les autorités de surveillance doivent, comme aux États-Unis, limiter au préalable (ex ante) et durablement le nombre de contrats à terme auxquels les banques et négociants en matières premières peuvent souscrire, de manière à contenir le volume d'investissements spéculatifs. Le ministre britannique des Finances, George Osborne, a fait savoir à la Commission que son gouvernement permettrait le recours à de telles limites de position tout au plus en tant qu'outil optionnel, que les différentes autorités nationales pourraient utiliser au cas par cas et à discrétion¹⁵³. Christine Lagarde, ministre des Finances française jusqu'en juin 2011 et depuis lors directrice du Fonds Monétaire International, a quant à elle rétorqué, dans une lettre au commissaire Barnier, que la mise en place de telles limites était « indispensable » pour son gouvernement¹⁵⁴. Toutefois, même si la Commission, comme l'a annoncé Michel Barnier, suivait l'exemple américain et réclamait des limites de position contraignantes dans son projet de loi, elle devrait encore passer un autre obstacle à une réglementation efficace, à savoir les querelles de compétences. Il serait en effet logique de confier cette tâche à l'institution européenne nouvellement créée pour surveiller les marchés de valeurs, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou ESMA), qui siège à Paris. Cependant, il est fort prévisible que les instances nationales, et tout particulièrement la Financial Services Authority (FSA) britannique, s'opposent par tous les moyens à cette limitation de leur rôle. Déjà, la tout aussi récente institution européenne chargée de la surveillance des banques ne s'est vu confier qu'une fonction de coordination entre les agences nationales. On peut donc supposer qu'un sort comparable attend l'AEMF et la régulation des marchés de produits dérivés. On peut s'attendre à ce que la Commission, certes, inscrive l'introduction de limites de position dans son projet de loi, mais que leur calcul et leur application soient confiées aux autorités nationales, comme l'a expliqué l'un des fonctionnaires du département de M. Barnier en charge du dossier¹⁵⁵. Le premier projet de loi pour cette directive, qui a été rendu public en septembre 2011, est également formulé ainsi. Il prévoit que l'AEMF se contente de « coordonner » l'introduction de limites de position, pendant que les autorités nationales se chargeraient de fixer leur niveau. Le projet ne dit pas si les limites de position doivent permettre de réduire l'importance de la spéculation sur les matières premières dans son ensemble, ou bien s'il s'agit plutôt d'empêcher que certains opérateurs n'aient trop d'influence¹⁵⁶. Si la situation n'évolue pas, la surveillance financière britannique pourrait tout laisser en l'état et Londres deviendrait au final le centre du casino mondial des matières premières. D'autant plus que les entreprises financières concernées aux États-Unis ont d'ores et déjà annoncé qu'elles déménageraient en Europe si l'autorité de surveillance américaine maintenait ses projets.

¹⁵³ HM Treasury, Financial Services Authority, UK response to the Commission Services' consultation on the Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), mars 2011.

¹⁵⁴ Christine Lagarde, Bruno Le Maire, Jean Louis Borloo, lettre au commissaire européen Michel Barnier, 27.08.2010.

¹⁵⁵ Lors d'une discussion de fond avec l'auteur.

¹⁵⁶ Commission européenne, Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, projet, Bruxelles, août 2011.

Il n'est pas certain que les choses se passent ainsi. En effet, la Commission et le Conseil des ministres ne peuvent plus décider de lois concernant le marché sans le Parlement européen. Or, une large majorité des députés s'est à plusieurs reprises prononcée en faveur d'une limitation de la spéculation sur les matières premières. En février 2011, tous les groupes parlementaires, indépendamment de leur couleur politique, ont conjointement invité la Commission à « prendre les mesures nécessaires pour lutter contre les excès de la spéculation sur les marchés des matières premières »¹⁵⁷. Au début du mois de juin 2011, lors de la première lecture du règlement EMIR, les députés ont même décidé d'examiner la possibilité « d'exclusion des établissements financiers » de « l'admission au négoce sur les bourses de matières premières » afin de « rendre possible une réduction substantielle du volume trop élevé, et donc malsain, des transactions effectuées sur les marchés de matières premières »¹⁵⁸.

Si les parlementaires européens maintiennent leurs décisions, alors l'heure de la grande bataille politique autour de la spéculation sur les matières premières en Europe va bientôt sonner. Son issue dépendra essentiellement de l'engagement des citoyens ainsi que des organisations de la société civile. Make Finance Work, un réseau d'organisations originaires de toute l'Europe, a lancé en juin 2011, en relation avec le vote du règlement EMIR, une campagne intitulée « Stop banks betting on food » (Arrêtez les banques qui parient sur la nourriture) et apporté son soutien à tous les députés qui imposaient la revendication citée plus haut à la Commission européenne¹⁵⁹. En Grande-Bretagne, l'organisation World Development Movement a reçu un large soutien de la part des médias et des citoyens lors de ses actions pendant l'assemblée des actionnaires de la banque Barclays, en position dominante dans le négoce des matières premières. Le gouvernement a alors eu de la peine à se justifier. D'autres actions sont prévues. En outre, il est certain que Nicolas Sarkozy ne va pas relâcher ses efforts, d'autant que son offensive contre la spéculation sur les matières premières peut lui rapporter des points lors de la prochaine campagne présidentielle. De toute façon, jusqu'ici, il ne s'est pas laissé intimider par l'opposition d'autres États du G20 et par les arguments des scientifiques sceptiques. « N'attendons pas que les experts se soient mis d'accord pour agir », a-t-il exhorté en juin 2011 à Paris lors du Forum mondial des agriculteurs, la conférence mondiale des associations paysannes. Car, selon M. Sarkozy, « de toute façon, les experts ne se mettront pas d'accord. Si vous attendez, on ne fera rien et nous ne pouvons pas nous payer le luxe de ne rien faire »¹⁶⁰.

Finalement, cette position est aussi conforme au droit européen. Le principe de précaution est en effet un élément constitutif du Traité de Lisbonne, l'actuelle constitution de l'Union européenne. Il impose une démarche préventive visant à protéger la santé et la vie, même si aucune preuve scientifique n'est établie quant à la relation de cause à effet présumée entre une nuisance et ses conséquences possibles sur la santé humaine.

Si les parlementaires européens maintiennent leurs décisions, alors l'heure de la grande bataille politique autour de la spéculation sur les matières premières en Europe va bientôt sonner. Son issue dépendra essentiellement de l'engagement des citoyens ainsi que des organisations de la société civile.

Le principe de précaution est un élément constitutif du Traité de Lisbonne. Il impose une démarche préventive visant à protéger la santé et la vie, même si aucune preuve scientifique n'est établie quant à la relation de cause à effet présumée entre une nuisance et ses conséquences possibles sur la santé humaine.

¹⁵⁷ Parlement européen, Proposition de résolution commune, document n° RC\857433EN.doc, 14.02.2011, Strasbourg.

¹⁵⁸ Parlement européen, Rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, 1ère lecture document n°RR\869797DE.doc, 07.06.2011, Strasbourg.

¹⁵⁹ Make Finance Work, Food Speculation, <http://www.makefinancework.org/home-english/food-speculation/?lang=en>.

¹⁶⁰ Nicolas Sarkozy, Discours devant le Forum des agriculteurs du monde, 16.06.2011, Paris.

>> BIBLIOGRAPHIE INDICATIVE

TEXTES FONDAMENTAUX CONCERNANT LA SPÉCULATION SUR LES PRODUITS DÉRIVÉS SUR MATIÈRES PREMIÈRES

Ann Berg, The rise of commodity speculation, from villainous to venerable, in: Adam Prakash, FAO (Hrsg), Safeguarding Food Security in Volatile Global Markets, Rome, 2011.

Nicola Colbran, The Financialisation of Agricultural Commodity Futures Trading and its Impact on the 2006-2008 Global Food Crisis, Paper presented at the 3rd biennial Ingram Colloquium on International Law and Development held at the University of Southern Wales Law faculty on 2 December 2010.

Commission des communautés européennes, Agricultural commodity derivative markets: the way ahead, Commission Staff Working Document, Bruxelles, 28.10.2009.

Better Markets, Position sur la proposition de la CFTC concernant les limites de position, Washington, 28.03.2011, <http://www.bettermarkets.com/sites/default/files/CFTC-%20Comment%20Letter-%20Position%20Limits%203-28-11.pdf>.

Institute for Agriculture and Trade Policy, Excessive Speculation in Agriculture Commodities: Selected Writings from 2008-2011, Minneapolis, 2011.

Thomas Lines, Speculation in food commodity markets, A report commissioned by the World Development Movement, Londres, 2010.

Michael W. Masters, Adam K. White, The Accidental Hunt Brothers, How Institutional Investors are driving up Food and Energy Prices, Atlanta, 2008, <http://accidentalthuntbrothers.com/ahbreports.zip>.

Peter Robison, Asjylyn Loder, Alan Bjerga, Amber Waves of Pain, Business Week, 22.07.2010.

Olivier de Schutter, United Nations Special Rapporteur on the Right to Food, Food Commodities Speculation and Food Price Crises, Briefing Note 2, Bruxelles, septembre 2010.

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, Chapter III, Genève, 2009.

United States Senate, Permanent Subcommittee on Investigations, Excessive Speculation on the Wheat Market, Washington, 24.06.2009.

ÉTUDES ET ÉVALUATIONS DE L'INFLUENCE DES INVESTISSEURS FINANCIERS SUR LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

John Baffes, Tassos Haniotis, Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective, Policy Research Working Paper 5371, Banque Mondiale, Washington, juillet 2010.

Hans H. Bass, Finanzmärkte als Hungerverursacher?, Studie für die Welthungerhilfe, Bonn, 2011.

Christopher L. Gilbert, How to Understand High Food Prices, Journal of Agricultural Economics, Vol. 61, No. 2, 2010.

Christopher Gilbert, Speculative Influences on Commodity Prices, UNCTAD Discussion Papers 197, Genève, mars 2010.

Manuel Hernandez, Maximo Torrero, Examining the Dynamic Relationship between Spot and Future Prices of Agricultural Commodities, IFPRI Discussion Paper 00988, Washington, juin 2010.

Yasunari Inamura, Tomonori Kimata, Takeshi Kimura, Takashi Muto, Recent Surge in Global Commodity Prices: Impact of financialization of commodities and globally accommodative monetary conditions, Bank of Japan Review, Tokyo, mars 2011.

Scott H. Irwin, Dwight R. Sanders, The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets, OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers, No. 27, Paris, 2010.

David Frenk et al, Review of Irwin and Sanders 2010 OECD Reports, Better markets, Washington, 30.06.2010.

Stephan Schulmeister, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, Trading Practices and Price Dynamics in Commodity Markets and the Stabilising Effects of a Transaction Tax, Vienne, janvier 2009.

Ke Tang, Wei Xiong, Index Investment and the Financialization of Commodities, NBER Working Paper Series, No.16385, Washington, septembre 2010.

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), Price Formation in Financialized commodity markets: The Role of Information, Genève, juin 2011.

M. Lagi, Yavni Bar-Yam, K.Z. Bertrand, Yaneer Bar-Yam, The Food Crises: A Quantitative Model of Food Prices Including Speculators and Ethanol Conversion. New England Complex Systems Institute, septembre 2011, Cambridge.

ÉTUDES SUR LA SPÉCULATION ET L'ÉVOLUTION DES COURS SUR LE MARCHÉ DU PÉTROLE BRUT

Banque centrale européenne, Do Financial Investors destabilize the Oil Price?, Working Paper Series 1346, Francfort, juin 2011.

Deutsche Bank Research, Treiben Spekulanten den Rohölmarkt?, Research Notes 32, Francfort, septembre 2009.

Bassam Fattouh, Oil Market Dynamics through the Lens of the 2002-2009 Price Cycle, Oxford Institute for Energy Studies, Oxford 2010.

Michael Greenberger, The Relationship of Unregulated Excessive Speculation to Oil Market Price Volatility, University of Maryland School of Law, janvier 2010.

Robert Pollin and James Heintz, How Wall Street Speculation is Driving Up Gasoline Prices Today, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, juin 2011.

Kenneth J. Singleton, Investor Flows and the 2008 Boom/Bust in Oil Prices, Stanford, 23.03.2011.

Adair Turner u.a., The Oil Trading Markets, 2003-2010: Analysis of market behaviour and possible policy responses, Oxford Institute for Energy Studies, avril 2011.

AUTEUR



HARALD SCHUMANN, 54 ans, est journaliste et auteur de livres. Il est actuellement rédacteur au Tagesspiegel à Berlin. Il suit depuis de nombreuses années ce qui se passe sur les marchés financiers internationaux et a très souvent rendu compte de leurs liens étroits et de leur interaction avec la politique. Il a récemment publié un ouvrage édité avec Christiane Grefe « Der globale Countdown » aux éditions Kiepenheuer & Witsch.

REMERCIEMENTS

J'aimerais tout particulièrement remercier Marita Wiggertale et Markus Henn dont la patience, l'écoute et les grandes connaissances m'ont permis d'aborder sereinement cette thématique.

Ma gratitude va également à tous les spécialistes de la finance qui ont pris le temps de m'expliquer la complexité de ce domaine et m'ont permis d'accéder à des sources d'information supplémentaires. Je pense notamment à Michael Alt, Ann Berg, John Baffes, Dominique Ehrbar, David Frenk, Tassos Haniotis, Detlev Kock, Theodore Margellos, Steve Strongin et Eugen Weinberg.

Enfin, j'aimerais exprimer ma reconnaissance à foodwatch qui m'a confié la tâche de rédiger ce rapport et ainsi donné la possibilité d'atteindre un niveau de compréhension bien plus élevé sur un sujet important que ne le permet habituellement le travail journalistique.



