

Matières premières : l'urgence de la régulation

Source : La Tribune.fr - 30/11/2010 | 10:00

La situation sur les marchés de matières premières est devenue caricaturale jusqu'à l'absurde. Les investisseurs oscillent entre un mode d'euphorie et un mode panique. Trois mesures pourraient permettre de mieux réguler ces marchés.

Nicolas Sarkozy a fait de la régulation des marchés de matières premières une priorité pour sa présidence du G20. Les variations sauvages des prix observées depuis quelques années sont en effet un sujet de préoccupation majeur pour les entreprises et les États. L'instabilité des prix des denrées agricoles est d'autant plus inquiétante qu'elle touche directement des populations déjà fragiles : agriculteurs des pays du Nord, citadins et petits exploitants agricoles des pays du Sud... Dans ce contexte, deux urgences s'imposent aux régulateurs. La première est de décrypter le rôle exact joué par les spéculateurs dans la formation des prix. La seconde est de mettre en place de nouvelles règles du jeu permettant de stabiliser les marchés.

Deux types de spéculateurs financiers interviennent sur les marchés dérivés de commodités. Les premiers, présents depuis l'existence même des marchés dérivés de matières premières, sont les hedge funds, qui prennent des positions d'arbitrage sur différents contrats à terme ou mettent en oeuvre des stratégies stéréotypées misant sur l'amplification des tendances haussières ou baissières. Ces dernières stratégies dites de « momentum » posent problème par leur caractère autoréalisateur : elles produisent des boucles de rétroaction positives susceptibles de déboucher sur des comportements chaotiques. Les données fournies par la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) américaine permettent de conclure que les hedge funds ont investi 20 milliards de dollars dans les marchés dérivés agricoles américains depuis la crise du blé survenue cet été (détenant aujourd'hui 20 % environ des positions totales ouvertes sur ces marchés).

Depuis 2003, une autre classe d'intervenants, les investisseurs dits « indiciels », investissent dans des paniers de contrats à terme de matières premières sans discriminer entre elles, à la manière des spéculateurs investissant dans le CAC 40 ou le Dow Jones. Leur mode d'investissement est extrêmement moutonnier : ainsi ont-ils investi 110 milliards de dollars pendant le boom des commodités entre 2006 et l'été 2008, avant d'en retirer 70 milliards dans le sillage de la faillite de Lehman à la fin 2008, puis de réinvestir près de 90 milliards à la faveur des politiques accommodantes des banques centrales de janvier 2009 à aujourd'hui. On estime que les investisseurs indiciels détiennent aujourd'hui environ 25 % des positions ouvertes sur les marchés dérivés organisés. Investissant massivement dans les phases de hausse, liquidant brutalement leurs positions dans les périodes baissières, ils ont connecté les matières premières au cycle global de liquidité, dont elles avaient été jusqu'alors relativement isolées.

La situation depuis la chute de Lehman est devenue caricaturale jusqu'à l'absurde. Les investisseurs oscillent entre un mode d'euphorie, où ils spéculent sur les matières premières, les devises émergentes et les actions contre le dollar, et un mode de panique, où ils dénouent en catastrophe toutes leurs positions. Les matières premières deviennent l'enjeu d'une guerre des banques centrales, dans laquelle s'affrontent la politique accommodante de la Fed destinée à éloigner le spectre de la déflation et la politique plus rigoureuse de la Chine veillant à freiner la surchauffe de ses prix domestiques.

Comment alors réguler les prix des matières premières ? La première étape, indispensable au décryptage des mécanismes spéculatifs et de leurs impacts, est de rendre transparentes les positions sur les marchés dérivés : sur le modèle des Bourses américaines régulées par la CFTC, l'ensemble des Bourses où se négocient des produits dérivés (Bourses de Londres, d'Europe, Bourses émergentes d'Afrique du Sud, de Chine...) doivent imposer aux intervenants de déclarer s'ils sont des opérateurs physiques, des hedge funds ou des investisseurs indiciels et publier l'évolution des positions de chaque type d'intervenants.

La deuxième priorité est de mieux encadrer les flux spéculatifs sur les matières premières. Il convient de mettre fin à l'investissement passif dans les matières premières agricoles. En effet, si la prise de positions acheteuses passives dans des matières épuisables, comme le pétrole ou le cuivre, peut contribuer théoriquement à la formation du « juste signal prix » lié à la rareté, l'investissement passif dans des denrées renouvelables, périssables et coûteuses à stocker, fait peu sens sur le plan économique. Il est également nécessaire de freiner les mécanismes spéculatifs auto-amplificateurs. Cela pourrait passer par la mise en place d'une politique harmonisée de taxation infime des transactions financières qui permettrait d'allonger l'horizon des investisseurs et d'introduire des frictions stabilisatrices dans le système financier.

Le troisième axe de réforme consiste à introduire à plus long terme de nouvelles règles du jeu dans le système monétaire : les fluctuations des matières premières sont intimement liées aux désordres sur les monnaies dont elles sont le reflet. La mise en place d'une nouvelle monnaie de réserve et de référence pour les échanges internationaux (comme les droits de tirage spéciaux du FMI ou encore le bancor de Keynes) permettrait de stabiliser durablement les monnaies et les matières premières.

Par Jean-Jacques Ohana, président de Riskelia, cabinet de conseil en intelligence des risques, et Steve Ohana, professeur de finance à ESCP Europe - 30/11/2010