

Spéculation financière et volatilité des matières premières agricoles

Les variations des cours des matières premières agricoles s'amplifient depuis quelques années dans un contexte général plutôt haussier. Cette nouvelle volatilité perturbe une activité à cycle long qu'est l'agriculture, qui se gère plus facilement en stabilité des prix. Les agriculteurs doivent faire face désormais à des fluctuations brutales de revenu liées à des phénomènes de ciseaux des prix sans précédents comme en 2009.

Quel est le rôle de la spéculation financière sur cette nouvelle volatilité ? Après une période de forte divergence, les avis se rangent progressivement du côté de l'existence d'un lien. Cependant le lien direct et surtout son ampleur restent à prouver.

Enfin, des analyses conduites se dégagent un consensus sur la nécessité de conserver une part de spéculation financière sur les marchés afin qu'ils puissent jouer leur rôle de couverture du risque des opérateurs. Le débat est plutôt ouvert sur le choix des outils de contrôle de ces marchés financiers et leur mise en œuvre.

Spéculation financière et volatilité

L'origine étymologique de spéculation signifie regarder/observer/guetter.

Plus proche de nous, la spéculation est une activité humaine qui consiste à imaginer, à anticiper les réactions et activités d'autrui, comme si nous étions à leur place et à porter un regard sur notre propre activité comme si nous étions un autre. C'est la mise en miroir (*speculus*).

Les sciences économiques se sont appropriées ce terme qui est aujourd'hui réservé à la sphère financière. Dans cette note, le terme « spéculation » désignera l'activité des opérateurs financiers sur un marché boursier, par opposition au marché physique où l'on échange un produit (matière première par exemple) contre de l'argent. Sur le marché physique on parlera de rétention des vendeurs (hausse) ou d'attentisme des acheteurs (baisse).

La volatilité se caractérise par des variations de prix brusques et de forte amplitude en excluant les faibles variations autour d'un prix moyen. La volatilité crée l'instabilité des revenus et amplifie les risques encourus par les différents acteurs d'un marché physique (gouvernements, négociants, agriculteurs, consommateurs...)

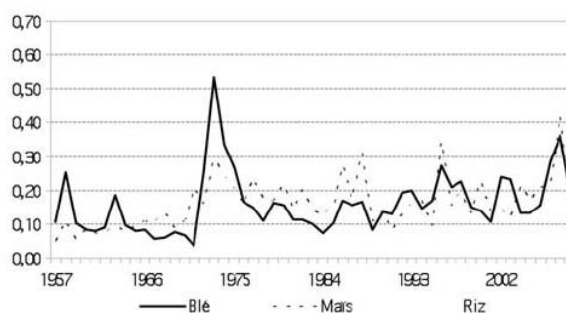
La volatilité a toujours existé sur le marché des matières premières mondiales (voir graphique).

Ce qui est nouveau, c'est qu'elle s'étend progressivement à l'Europe qui a été protégée longtemps par la politique agricole commune jusqu'en 1992.

La mise en œuvre des accords de l'Uruguay Round (Cycle de Marrakech) en 1994 marque un tournant et expose progressivement les agriculteurs européens à la volatilité des cours. D'autres analyses concluent que la volatilité du marché mondial a été introduite en Europe par la disparition de la taxe à l'exportation des céréales lors de la réforme de 2003. Cette taxe avait été utilisée régulièrement : en 1976 pour la sécheresse par exemple. Son dernier usage remonte à 1998.

Les trois chocs conjoncturels qui ont secoué le marché des céréales depuis 2006 poussent à s'interroger sur le rôle des marchés financiers dans l'ampleur des pics et des creux.

Volatilité (en nominal) annualisée des prix des céréales (1957-2009)



Source : FAO : L'indicateur de volatilité retenu ici est le ratio entre le coefficient de variation – ou écart type – et la moyenne. Les valeurs les plus faibles (fortes) dénotent alors une faible (forte) instabilité.

Quels sont les liens entre marché financier et marché physique ?

Le marché physique consiste à échanger une matière physique contre sa valeur en argent. Il se matérialise par des cotations qui correspondent sur un lieu donné, à un moment donné, pour une quantité donnée à un prix moyen d'échange (exemple : blé rendu Rouen). Cette cotation est la synthèse des positions d'offres et de demandes ce jour-là. Elle n'est qu'un enregistrement de ce qui s'est passé.

Le marché financier ne conduit pas nécessairement à une transaction de matière physique. Il s'agit de l'achat et de la vente de « papier ». Pour les matières premières, on parle de marché « papiers » dérivé en ce sens que sa valeur dépend de celle d'un « sous-jacent » (quantité physique de matières premières dans notre cas).

Les marchés organisés disposent d'un cadre standardisé avec une chambre de compensation (les transactions sont sécurisées par l'opérateur). **Les marchés à terme (futures)** des produits agricoles font partie de cette famille. Il s'agit de l'achat et/ou la vente d'un titre (papier) qui permet d'acheter à un prix fixé aujourd'hui un lot de marchandises qui sera livré à une date convenue (le terme). Le marché des options sur Euronext est également organisé.

Les marchés de gré à gré (forwards) permettent des transactions confidentielles, moins coûteuses car non sécurisées (pas de chambres de compensation). Ceci fait référence à des marchés de gré à gré « parallèles » comme les POGS.

Les marchés financiers des matières premières sont des outils de couverture de risques pour les opérateurs du physique. Il permet à l'acheteur de se prémunir contre une hausse des prix et inversement au vendeur de se prémunir contre une baisse des prix.

Leur fonctionnement nécessite une activité de spéculation financière qui apporte des liquidités et une diversité d'intervenants (opérateurs pour des opérations de couverture, spéculateurs financiers en distinguant ceux qui interviennent sur des temps courts et les placements de plus long terme). Si ces outils n'étaient réservés qu'aux professionnels du secteur, il n'y aurait pas ou peu de marché ! (moins actifs et donc moins faciles d'emploi).

Lorsque ces marchés « fonctionnent bien », ils permettent une « découverte du prix » plus rapide et plus efficace que le marché physique tout seul. A l'inverse, pour qu'un marché à terme fonctionne bien, il a besoin d'avoir une bonne cotation du sous-jacent.

Le côté « public » et transparent lié au fonctionnement du système assure davantage le caractère concurrentiel que le marché physique et permet dans une certaine mesure d'éviter les manipulations par les gros intérêts du secteur. Tout dépend du mode de régulation de ce marché financier.

Ainsi, il arrive souvent que le prix du marché physique converge vers le prix à terme : le jour du débouclage c'est même systématique.

Les conditions de réussite du système sont les suivantes :

Les traders doivent connaître le marché sur lequel ils agissent.

Le volume de produits dérivés doit rester raisonnable par rapport au marché physique.

Les risques de dérapages :

Multiplication des options sans compensation.

Développement de contrats agricoles mixés dans des produits dérivés complexes avec énergie et métaux.

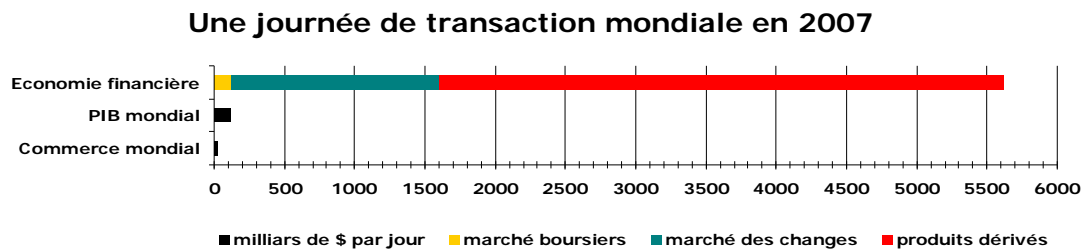
Le marché à terme ne représente qu'une petite partie des transactions contractuelles (forte proportion de gré à gré sans lisibilité : les acteurs ne sont pas connus).

Ainsi coexistent deux conceptions des attitudes des opérateurs financiers :

L'une considère que la capacité des agents à « lire le marché » et à l'interpréter est bien meilleure collectivement et que la somme de leurs choix donne une tendance « juste », celle du marché.

L'autre estime que les comportements mimétiques l'emportent et génèrent une succession de bulles et de paniques. L'utilisation de plus en plus courante de robots (black box) accentuerait ce phénomène.

Ce qui est frappant (graphique), c'est la masse financière qui est échangée dans le cadre de cette nouvelle industrie financière au regard du produit intérieur brut ou des échanges internationaux.



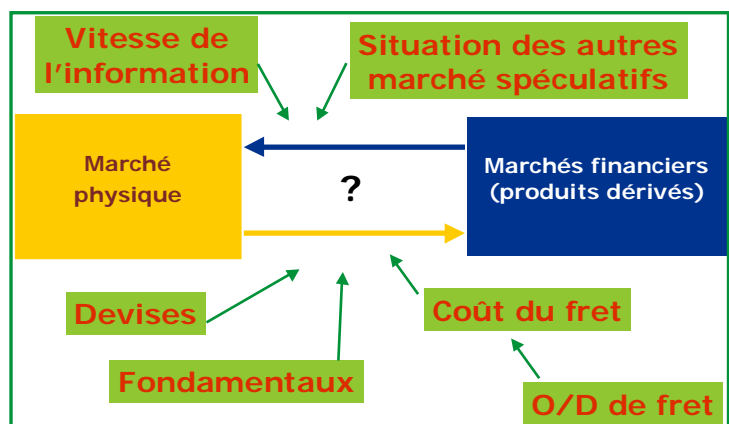
Sources : OMC, Banque mondiale, Cnuced, World federation of Exchange 2009

De ce qui précède, on peut conclure qu'il y a bien un lien entre ces deux marchés.

Lors d'une présentation en février 2011, Un responsable d'AGRITEL estimait que les fondamentaux du marché n'avaient plus que 60 % d'influence sur la fixation du prix. Cette déclaration n'a rien de scientifique.

Les autres raisons sont d'ordre :

- ❑ technique (vitesse des flux d'information)
- ❑ financières (marché des devises, situation des autres marchés spéculatifs qui captent ou au contraire libèrent des liquidités)
- ❑ et logistiques (coût du fret lié)



Vers un meilleur cadrage des marchés financiers

La FAO reste prudente vis-à-vis de la spéculation

Dans sa communication de juin 2010 sur la spéculation sur les marchés agricoles, la FAO estime que la spéculation peut amplifier la flambée (et la baisse des cours).

L'organisation estime que la limitation, voire l'interdiction des transactions spéculatives pourraient faire plus de mal que de bien (réduction des liquidités et absence de garanties pour la couverture des risques).

La Commission européenne reconnaît le lien entre volatilité et spéculation

Dans sa communication de janvier 2011 pour « relever le défi posé par le marché des produits de base et les matières premières » la Commission européenne reconnaît le lien entre la volatilité des prix sur les marchés alimentaires et énergétiques et la financiarisation des marchés. Elle indique que la spéculation accentue la volatilité des prix des matières premières mais estime que son ampleur reste à mesurer. Il faut mesurer ici le caractère très politique de cette déclaration.

Le G20 agricole planche sur un plan d'actions contre la spéculation financière sur les denrées agricoles

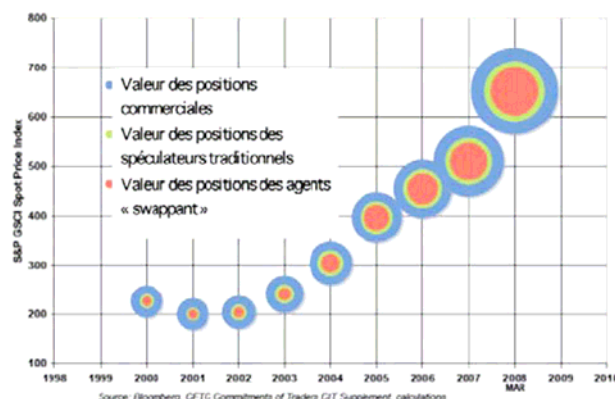
Piloté par la France, le groupe des 20 Ministres de l'agriculture s'est retrouvé à Buenos Aires les 19 et 20 mai pour avancer sur un projet de plan d'actions qui devrait être affiné en juin lors du G20 agricole et validé à Cannes en novembre 2011 lors du sommet des chefs d'Etat (G20).

L'objet même du plan est une reconnaissance implicite du lien entre spéculation financière et marchés des matières premières.

Les propositions d'actions dans le domaine financier

- ❑ Transparence dans la gestion des stocks publics et privés : cette recommandation émane de la Commission européenne et du G20 agricole qui envisage la création d'une banque de données conjointe pour gagner en transparence et en capacité de prévision. (Etat des ressources, état des stocks, offre et demande prévisibles à court et moyen terme). Même dans des denrées communes comme le blé, l'évaluation des stocks est assez approximative : en 2007, la rectification à la baisse de ses stocks par la Chine avait participé à l'envolée du marché.
- ❑ Davantage d'information sur les négociations à terme : sous ce titre générique, la FAO souhaite une plus grande transparence sur les marchés des produits dérivés. La réforme de Wall Street de 2010 impose la publication des positions par catégorie d'acteurs. Les places financières européennes pourraient adopter ce mode de fonctionnement. Ceci permettrait de distinguer chaque jour les positions entre les commerciaux (producteurs, manufacturiers et marchands), les non commerciaux traditionnels (brokers, traders et hedge fund) et les agents qui échangent uniquement des produits dérivés « swappant ». C'est une des propositions de la réforme Barnier des marchés financiers actuellement en discussion à Bruxelles.

Taille des marchés à terme de *commodities* et du type d'opérateurs (en fonction du prix de l'indice S&P GSCI)



Source : Masters (2008)

- ❑ Adopter des outils de régulation financière : le G20 agricole souhaite que les outils de régulation des autres marchés financiers soient adoptés pour les marchés de matières premières agricoles. Outre la transparence des positions par type d'opérateur, une limitation des positions peut être envisagée (c'est déjà le cas avec le Dodd-Frank act aux Etats-Unis). La standardisation des transactions de gré à gré est à l'étude aux Etats-Unis. Il paraît souhaitable d'obliger les opérateurs sur les marchés de gré à gré à s'enregistrer auprès des autorités de marché qui respecteront la confidentialité des données mais pourront s'en servir en cas d'enquête. Enfin, comme le prévoit le projet de règlement de la Commission européenne, faire transiter les marchés de gré à gré suffisamment standardisés par une chambre de compensation pour limiter les risques de contrepartie.

La finance ne réglera pas tout

La transparence et la réglementation des marchés financiers ne modifieront pas les fondamentaux des marchés agricoles et leurs liens intenses au climat.

Il est donc tout aussi nécessaire de trouver des solutions pour mettre en adéquation offre et demande et limiter les chocs climatiques.

Sur ce volet les propositions ne manquent pas :

- ❑ Assurer une nouvelle gouvernance mondiale de l'agriculture et de l'alimentation (FAO ?).
- ❑ Intensifier la recherche et l'innovation en agriculture (capitaux très insuffisants au regard de l'enjeu d'adapter la production aux besoins en respectant davantage l'environnement).
- ❑ Promouvoir une politique de stockage dans les pays importateurs à l'instar de l'ASEAN qui a su gérer les stocks de riz et éviter une seconde flambée.
- ❑ Traiter la volatilité des prix dans les pays les plus vulnérables (réserves humanitaires d'urgence).
- ❑ Trouver des mécanismes de réaction rapide face aux crises.