



UN APERÇU DES INNOVATIONS ET PRATIQUES FINANCIÈRES AU CŒUR DES POLÉMIQUES

Christophe Boucher
Université de Lorraine (CEREFIGE) et ABN AMRO

Les innovations financières sont régulièrement accusées de créer de l'instabilité sur les marchés, en particulier lorsqu'elles favorisent la spéculation et l'opacité. De la titrisation aux CDS à nu en passant par le trading pour compte propre et la spéculation sur les marchés de matières premières agricoles, plusieurs produits et pratiques ont attiré l'attention au cours des désordres financiers des dernières années et fait l'objet de propositions d'encadrement réglementaire. Christophe Boucher fait le point sur ces innovations, à la fois sources d'efficacité, d'instabilité et de risque.

C. F.

Régulièrement pointées du doigt par les décideurs politiques, et plus récemment par la société civile, les pratiques et innovations financières sont sous le feu des critiques⁽¹⁾. *Trading* pour compte propre, ventes à découvert, titrisation, détention à nu des CDS, bonus, *trading* haute-fréquence, *hedge funds*, centres financiers *off-shores*, produits structurés... Les controverses ne manquent pas.

De manière générale, l'innovation financière répond à deux logiques :

- elle répond en premier lieu à la demande des ménages, des entreprises et des institutions financières et bancaires, qui recherchent des produits nouveaux en termes de rendement, de risque et de liquidité ainsi que

des moyens de se couvrir contre de nouveaux risques (Desai et Low, 1987)⁽²⁾ ;

- elle constitue également une voie de contournement des réglementations. C'est la dialectique réglementaire, théorisée par Kane (1988)⁽³⁾ : la réglementation étant coûteuse à court terme pour les opérateurs tenus de la respecter, ceux-ci cherchent à la contourner au risque d'engendrer de nouveaux risques qui nécessiteront une nouvelle réglementation. L'innovation financière exploite ainsi les lacunes de la réglementation jusqu'à ce que les autorités financières réagissent, soit en atténuant les causes de la riposte des opérateurs (d'où la déréglementation), soit, le plus souvent, en adaptant la réglementation au nouveau contexte (reréglementation). Mais les rapports de force entre le régulateur et

(1) En particulier en France, où c'est même une longue tradition : « Mon adversaire, c'est le monde de la finance » (François Hollande, 22 janvier 2012), « La bourse je la ferme et les boursiers je les enferme » (Vincent Auriol, juin 1938), « La politique de la France ne se fait pas à la corbeille » (Charles de Gaulle, 28 octobre 1966), « Si la Bourse est mauvaise, fermez-la. » (Napoléon Bonaparte, 1813).

(2) Desai M. et Low M. (1987), « Measuring the opportunity for product innovation », in De Cecco M. (ed.), *Changing Money : Financial Innovation in Developed Countries*, Basil Blackwell, Oxford.

(3) Kane E. (1988), « Interaction of financial and regulatory innovation », *American Economic Review* vol. 78.

les agents financiers sont déséquilibrés ; il faut moins de temps aux banques pour contourner la réglementation qu'il n'en faut au régulateur pour s'adapter et re-réglementer.

Le *trading* pour compte propre et la séparation des activités bancaires

Une activité risquée

Le *trading* pour compte propre est au cœur des débats sur la régulation bancaire. Cette activité consiste pour une banque à prendre des positions sur les différents marchés financiers – actions, taux, devises ou marchés dérivés – pour elle-même et non pas pour le compte de ses clients. La banque achète ou vend des instruments financiers, financés directement par ses ressources, lesquelles n'incluent pas seulement ses fonds propres, mais aussi les dépôts des épargnants et les emprunts. Cela signifie donc que, outre les fonds propres, les autres strates de financement de la banque, notamment les dépôts de la clientèle, supportent indirectement un risque, qui peut être important⁽⁴⁾.

Lorsque les conditions de marché sont favorables, le *trading* pour compte propre améliore sensiblement la rentabilité des banques ; mais lorsque le climat se détériore, les pertes sont socialisées, les pouvoirs publics ne pouvant laisser les banques d'importance systémique faire faillite.

Les activités de *trading* pour compte propre comme pour compte de tiers, lorsqu'elles se situent dans le giron d'une banque, profitent ainsi non seulement des ressources de la banque de détail en cas de pertes mais aussi de la garantie implicite de sauvetage de l'État. Cet aléa moral incite à une prise de risques excessive. Les projets de réforme bancaire visent en conséquence deux objectifs : limiter les risques et l'intervention de l'État en cas de crise d'une part ; recentrer les banques sur le financement de l'économie réelle – ménages et entreprises – d'autre part.

(4) Il est à distinguer du *trading* pour compte de tiers, car contrairement à la gestion pour compte propre, les risques de crédit et de marché sont principalement pris par le client. Sur certains produits, la banque peut toutefois supporter d'importants risques opérationnels.

Banque universelle versus séparation bancaire

Le modèle de la banque universelle présente l'indéniable mérite d'offrir une plus grande solidité financière aux banques. Les sources de revenus sont plus diversifiées et les activités de marché ont permis d'améliorer sensiblement la rentabilité des banques⁽⁵⁾, premier déterminant de leur solidité.

Il existe toutefois aujourd'hui un quasi-consensus chez les économistes sur la nécessité de limiter l'exposition des activités vitales pour l'économie bancaire (dépôts, crédits, conseil stratégique et financier, etc.) aux risques engendrés par les activités de négociation. La séparation des activités de marché et des activités bancaires traditionnelles pourrait revoir le jour, avec un double objectif :

- diminuer l'aléa moral et la rente liée à la probabilité élevée d'un soutien de l'État en cas de crise bancaire ;
- protéger les déposants et les contribuables des conséquences d'une crise bancaire.

Ce débat sur la séparation des activités bancaires puise à des sources anciennes : historiquement, la séparation des activités des banques de crédit et des banques d'investissement avait été mise en œuvre dans un certain nombre de pays (notamment aux États-Unis à travers le *Glass Steagall Act*) avant d'être presque partout abandonnée dans les années 1980 et 1990.

Les initiatives réglementaires

Au niveau international, le débat s'organise aujourd'hui autour de trois initiatives principales⁽⁶⁾ :

- la « règle Volcker », insérée dans le Dodd-Frank Act, voté en juillet 2010 par le Congrès américain, dont le principe général est l'interdiction pour les banques américaines ou actives aux États-Unis d'effectuer du *trading* pour compte propre ;
- les travaux de la Commission Vickers au Royaume-Uni, dont le rapport a été rendu public en septembre 2011. Ce rapport propose un cloisonnement des activités entre, d'une part, la banque de détail et, d'autre part, la banque de financement et d'investissement ;

(5) Directement par les revenus générés par les activités de marché et indirectement avec les économies d'échelle ou de gamme.

(6) Pour plus de détails sur la réglementation financière, voir dans ce même numéro l'article d'Yves Jégourel, p. 00.



- enfin, le rapport de la Commission des « sages » mise en place par la Commission européenne et présidée par l'ancien gouverneur de la banque centrale de Finlande Erkki Liikanen, propose d'obliger les banques qui ont une activité de *trading* significative à créer une filiale dédiée.

Les bonnes intentions affichées dans ces différents rapports tranchent néanmoins avec les projets de réformes nationaux. Dans son application, le critère de cantonnement ou de filialisation est ambigu. La frontière est poreuse entre la couverture du risque et la pure spéculation. Quant à la tenue de marché, il est difficile de faire la différence entre les activités spéculatives pour compte propre, qui devront être filialisées, et les activités permettant au marché de rester liquide.

Le *trading* haute-fréquence

Une accélération de l'exécution des ordres sur les marchés

Le *trading* haute-fréquence désigne un nouveau mode de négociation sur les marchés financiers. Il s'agit d'ordinateurs surpuissants, programmés pour collecter l'information et réagir en temps réel avec

une très grande rapidité d'exécution. Ils opèrent par exemple sur les écarts de cours d'une même valeur sur différentes places⁽⁷⁾. Le *trading* haute-fréquence représente aujourd'hui environ 30 % des transactions réalisées en Europe et 50 % de celles réalisées aux États-Unis.

Il combine l'utilisation d'algorithmes mathématiques très complexes à celle de technologies informatiques ultra-performantes. Cette combinaison permet d'analyser à grande vitesse et en permanence l'ensemble de l'information disponible sur le marché et d'exécuter consécutivement d'importants volumes d'ordres en un laps de temps très restreint (plusieurs dizaines d'ordres par milliseconde). Un décalage de cours infime peut, dans ces conditions, représenter des opportunités de gains extrêmement importants pour les banques ou fonds d'investissement.

Le progrès technologique n'explique pas à lui seul l'émergence de ces opérations. En France comme aux États-Unis, les pouvoirs publics ont décidé d'ouvrir la

(7) Pour aller toujours plus vite, les opérateurs n'hésitent pas à louer très cher des emplacements proches de l'ordinateur de l'entreprise de marché. On les appelle les « colocalitaires ».

négoce d'ordres à la concurrence, ce qui a multiplié les plateformes de négociation. Il était donc logique qu'émergent des acteurs exploitant les écarts de cours entre les différentes plateformes.

Amélioration du fonctionnement des marchés ou nouvelle source d'instabilité ?

Cette pratique fait l'objet de controverses : progrès permettant d'améliorer la liquidité et l'efficacité des marchés (en identifiant et corrigeant les micro-inefficiences) pour les uns, innovation dangereuse aggravant certains défauts de marché et compliquant leur régulation pour les autres⁽⁸⁾.

La première critique de ce type de pratique concerne l'asymétrie d'information entre les participants qui se trouve aggravée, voire transformée en rente informationnelle. Les autres opérateurs peuvent alors avoir intérêt à développer des stratégies dans lesquelles leurs ordres restent cachés, en les redirigeant vers d'autres marchés plus opaques tels les *dark pools* ou les marchés de gré.

Une seconde critique concerne le rôle déstabilisant de ce type de négociations. Les algorithmes pourraient être pris dans une logique mimétique où ils accroissent les déséquilibres au lieu de les résorber. Ce risque systémique de haute-fréquence dû à la vitesse s'est matérialisé en France avec « quelques exemples vécus de pertes de contrôle d'algorithmes ou d'interactions défavorables entre algorithmes »⁽⁹⁾ et aux États-Unis lors du krach éclair du 6 mai 2010. Ce jour-là, l'indice Dow Jones américain perd 9,2 % en dix minutes avant de les regagner en partie presque aussi rapidement. S'il n'a pas été l'initiateur de ce mouvement, le *trading* haute-fréquence a joué un rôle perturbateur en accélérant le phénomène de dérapage des cours.

Outre ce risque d'instabilité, la faculté des systèmes de *trading* haute-fréquence à insérer, modifier et supprimer les instructions envoyées aux plateformes de négociation peut également faire craindre des manipulations de cours. En effet, le taux d'exécution des ordres est compris entre 1 et 5 % seulement. Certes, l'annulation d'ordres n'est pas illégale en soi, mais elle constitue

une technique classique de manipulation consistant à créer une illusion d'intérêt sur une valeur pour ensuite profiter de la variation de cours suscitée artificiellement.

Enfin, ce type de négociations ultrarapide pose de sérieux problèmes de surveillance aux régulateurs qui doivent s'équiper d'outils aussi performants que les acteurs qu'ils surveillent.

Quel encadrement réglementaire ?

Ce constat amène aujourd'hui le régulateur à présenter un certain nombre de propositions relatives à l'encadrement réglementaire du *trading* haute-fréquence. En termes d'abus de marché premièrement, la directive MAD (*Market Abusive Directive*) devrait dans sa version finale établir une liste exhaustive des types de *trading* haute-fréquence relevant de l'abus de marché et par conséquent formellement interdits par la loi. Le nouveau régime MAD devrait par ailleurs étendre les capacités d'enquête et de sanction des régulateurs nationaux actuellement très réduites.

Afin de se prémunir contre les effets d'amplification du *trading* haute-fréquence dans des conditions de marché dégradées et de lutter contre les distorsions de concurrence ensuite, plusieurs options ont été proposées dans le cadre de MIF II (la révision de la Directive MIF). Les entreprises ayant recours au *trading* haute-fréquence seront ainsi contraintes de mettre en place des procédures de contrôle des risques avancées pour prévenir tout dysfonctionnement potentiel des algorithmes utilisés. Le descriptif de ces algorithmes devra par ailleurs être mis à disposition du régulateur.

Les *traders* exécutant un nombre significatif d'ordres sur un instrument particulier devront ensuite être en mesure de fournir en continu un niveau de liquidité minimum sur cet instrument. Ils devront par ailleurs observer un temps de latence minimum avant d'annuler les ordres émis.

Un ratio minimum d'exécution des ordres passés pourrait enfin être exigé, ce qui passerait par la mise en place de pénalités financières pour les ordres annulés.

La réduction du pas de cotation un temps envisagée n'a quant à elle pas été retenue au prétexte qu'elle aurait pu conduire à une augmentation des écarts de cotation (*spreads*) défavorable aux investisseurs, la diminution du nombre de chiffres après la virgule réduisant les possibilités d'arbitrage et donc la qualité de la formation des prix.

(8) Pour une revue récente des recherches théoriques et empiriques sur le *trading* haute fréquence, le lecteur pourra consulter : Jones C. (2013), "What do we know about high-frequency trading ?", *Columbia Business School Research Paper* Vol. 13-11.

(9) Le *trading* haute fréquence vu de l'AMF par Arnaud Oseredczuck, chef du service de la surveillance des marchés (mai 2011), 11^e journée des RCCI et des RCSI.

La taxe sur les transactions financières proposée par le gouvernement français dans le projet de loi bancaire quant à elle ne devrait toucher le *trading* haute-fréquence que dans une moindre mesure car le projet épargne les « teneurs de marché » qui représentent une très large majorité des opérateurs à haute-fréquence.

En Allemagne, il a été décidé fin septembre 2012 que les acteurs devaient s'enregistrer auprès de la BaFin, l'autorité des marchés financiers, lui dévoiler leurs algorithmes et s'assurer que leurs systèmes n'engendrent pas de réactions en chaîne conduisant à des scénarios extrêmes.

Les autorités peuvent interdire une stratégie de *trading* algorithmique spécifique en cas d'effet négatif sur les marchés. Le texte prévoit aussi une limitation du ratio entre ordres abandonnés et ordres exécutés, ainsi qu'une taxe en cas d'annulations excessives.

Les CDS à nu

Les CDS (*Credit Default Swaps*) sont des contrats de couverture contre le risque de défaut de paiement d'une entreprise ou d'un État. Les CDS souverains s'appliquent à la dette des États : ils sont comme des contrats d'assurance dont le paiement est déclenché en cas de faillite d'un pays. Le vendeur de CDS s'engage, contre le paiement d'une prime régulière, en cas d'événement affectant la solvabilité d'une entreprise ou d'un État, à dédommager l'acheteur de CDS.

Dans le cas de CDS souverains « à nu », l'acheteur de CDS ne détient pas de titre de dette correspondant, ce qui signifie qu'il bénéficie de l'assurance sans supporter le risque contre lequel il s'assure. Détenus « à nu », ces instruments ne servent donc plus d'assurance mais d'instrument de spéculation et d'arbitrage. Ces détentions « à nu » permettent d'améliorer la liquidité des marchés de CDS et d'accroître l'intérêt des investisseurs pour le marché des obligations sous-jacentes réduisant ainsi le coût de la dette. Les CDS souverains permettent donc à la fois de s'assurer contre le risque souverain mais aussi de gagner de l'argent lorsque la solvabilité d'un État paraît fragilisée.

La détention de CDS « à nu » est à l'origine de deux polémiques. Si les investisseurs parient sur le défaut de paiement d'un État, le prix de ces CDS s'accélère et cela pourrait avoir un effet direct sur le marché primaire de la dette des États (les nouvelles émissions de dette). Les États peuvent alors éprouver des difficultés à placer

leur dette à des conditions raisonnables sur le marché primaire. Le prix des CDS est en effet utilisé pour évaluer le risque des émetteurs de dette à la manière d'une échelle de risque. Outre cet effet direct sur les marchés primaires de dette, la volatilité des CDS souverains a aussi fragilisé les banques et les assureurs qui détiennent une part importante des dettes des États⁽¹⁰⁾.

D'un côté, on peut s'interroger sur la capacité des investisseurs à évaluer sereinement la solvabilité des États en période de stress intense. Mais en même temps, ces CDS ont permis de donner un prix et de rendre liquide le risque souverain. C'est un peu comme si la valeur d'un contrat d'assurance-automobile pouvait s'échanger sur un marché avec un prix qui fluctuerait en permanence en relation avec l'état de fatigue du conducteur, sa consommation de produits spiritueux et les conditions météorologiques.

Les marchés des CDS souverains constituent-ils de bons indicateurs du risque de crédit souverain et offrent-ils une bonne protection contre ce risque ou sont-ils sujets à des excès spéculatifs et provoquent-ils une augmentation des coûts de financement ?

L'Union européenne a tranché et décidé en 2011 d'interdire la détention de « CDS à nu » accusés d'avoir amplifié la crise des dettes souveraines en zone euro. Cette directive est appliquée depuis le 1^{er} novembre 2012. Ces mesures sont toutefois critiquées pour avoir affecté la liquidité du marché de la dette souveraine et pourraient avoir réduit l'intérêt des investisseurs pour le marché des obligations sous-jacentes de nombre de pays qui verraient le coût de leur dette augmenter.

Les ventes à découvert de titres souverains

Outre l'interdiction d'échange de CDS souverains « à nu », la directive entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2012 interdit également les ventes à découvert de titres obligataires souverains. De manière générale, la vente à découvert consiste à emprunter un actif dont on pense que le prix va baisser et à le vendre, avec l'espoir d'empocher une différence au moment où il faudra

(10) Pour certains, le marché des CDS serait même un « pousse-au-crime », car des investisseurs peuvent être tentés de spéculer à la hausse sur le marché des CDS souverains ce qui pourrait laisser penser à une augmentation du risque de défaut d'un État et rendre difficile son financement. Sa probabilité de défaut augmenterait et en conséquence la valeur des CDS s'élèverait. Ces enchaînements sont toutefois loin d'être démontrés.

le racheter pour le rendre au prêteur. Elles peuvent prendre une forme plus poussée – on les appelle alors « ventes à nu » –, quand l'investisseur n'emprunte pas l'actif mais espère l'acheter avant le règlement de la première opération de vente.

Les ventes à découvert sont décriées de manière générale car elles peuvent concourir à accélérer les ventes et faire baisser davantage les prix en cas de panique. Lorsqu'elles se pratiquent « à nu », elles font de plus courir un risque d'incident de livraison des titres vendus à découvert et pourraient entraîner une cascade de défauts, avec un risque de propagation systémique. Cette pratique financière a été mise en cause pendant la crise financière de 2008 et aux débuts de la crise de la dette souveraine. Quatre pays européens – la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique – ont décidé d'interdire de manière temporaire cette pratique sur certaines valeurs financières.

Malgré tout, les ventes à découvert permettent également d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers, en particulier pour assurer la liquidité du marché et contribuer à l'efficacité du processus de formation des prix. Surtout, selon la plupart des études économiques⁽¹¹⁾, cette interdiction n'a qu'un effet limité. Elle présente de surcroît des risques : en limitant la spéculation à la baisse, elle maintient artificiellement le cours d'un titre et risque de limiter la « force de rappel » qui peut s'exercer *via* les ventes à découvert en cas de gonflement d'une bulle spéculative. Enfin, lorsque ce type d'interdiction est pris en période de stress, le signal envoyé aux opérateurs de marché peut aggraver encore les tensions car ils risquent d'en déduire que la situation est grave.

La titrisation

La titrisation est une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres négociables et liquides. Pour ce faire, les actifs en question sont cédés à un véhicule *ad hoc* (souvent appelée SPV pour *Special Purpose Vehicle*) qui émet, en contrepartie des titres (souvent désignés par le terme « titres adossés à des actifs », ou « *asset backed securities* » – ABS – en anglais) pour pouvoir en financer l'acquisition.

Cette transformation d'actifs illiquides en titres négociables peut par ailleurs s'accompagner d'une restructuration et d'une reconfiguration donnant aux titres offerts au marché des caractéristiques différentes de celles des actifs sous-jacents en terme de paiements, de coupons, en termes de durée et de sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt. La multiplication des formes de titrisation depuis quelques années a augmenté sensiblement la panoplie des titres issus sur ce marché et leur complexité.

L'une des conséquences premières de la titrisation a été de fournir aux banques (et à toutes les institutions faisant du crédit) des instruments leur permettant de gérer de façon nouvelle leurs bilans et d'adapter leurs structures financières à leurs objectifs. Le modèle de la banque de détail : « initier les crédits et porter le risque », qui a prévalu pendant de nombreuses années après la Seconde Guerre Mondiale, a cédé sa place au modèle de la banque d'investissement : « initier les crédits et vendre le risque ».

Née aux États-Unis dans les années 1960, la titrisation a connu une expansion importante également en Europe à partir de 2000, tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes. En France, la titrisation a été introduite par la loi du 23 décembre 1988. Sous l'impulsion de Pierre Bérégovoy, l'idée était de faciliter le développement du crédit immobilier en permettant aux banques de sortir les créances de leurs bilans et d'améliorer leurs ratios de solvabilité réglementaire.

La crise des *subprimes* d'août 2007 a mis en lumière certaines dérives dans l'utilisation de la titrisation des créances immobilières aux États-Unis, qui ont contribué au déclenchement de la crise financière de 2007 à 2011. Le marché des *subprimes* en particulier a gonflé à des niveaux jamais vus en raison de l'utilisation de la titrisation car plus les organismes de crédits titrisaient leurs prêts déjà octroyés, plus ils pouvaient en octroyer de nouveaux. De plus, les *subprimes* titrisés ont été mélangés à d'autres produits puis re-titrisés plusieurs fois à l'échelle mondiale, de sorte qu'il est devenu très difficile de savoir qui détient des produits liés à des *subprimes* et en quelle quantité.

La titrisation des crédits est pourtant incontournable. Elle facilite la transmission du risque vers les agents qui souhaitent le porter. Elle permet de constituer de nouvelles classes d'actifs qui enrichissent la diversification des portefeuilles des investisseurs. L'avantage

(11) Voir par exemple, Battalio R, Mehran H. et P. Schultz (2012), « Market Declines : What is Accomplished by Banning Short-Selling ? », *Current Issues in Economics and Finance* 18(5).

pour les banques est triple : en épurant leurs bilans des créances les plus risquées, elles se protègent tout d'abord du risque de non-recouvrement de ces créances ; elles économisent par là même le coût des provisions qu'elles auraient été tenues de constituer si elles avaient conservé les créances en question ; enfin, elles améliorent le rapport de leurs fonds propres à leur encours de crédit, ce qui leur permet d'accorder de nouveaux crédits.

Le Comité de Bâle a proposé aux banques des exigences de fonds propres en regard des positions de titrisations. Avant de faire le calcul, un prêteur doit décoter ou surcoter les actifs en fonction de leur degré de risque.

Les produits structurés

Les produits structurés sont des produits financiers résultant de la combinaison d'un ou plusieurs produits financiers de base (par exemple des actions ou des obligations) avec des produits dérivés. Il existe des formes très variées de produits structurés. Il est difficile de mettre en avant une combinaison standard. Les combinaisons sont innombrables et l'innovation très rapide. Les produits structurés sont fabriqués « sur mesure » pour répondre aux besoins spécifiques d'investisseurs qui recherchent des caractéristiques différentes des instruments financiers standards.

Les produits structurés permettent d'offrir des flux de paiements originaux ou des conditions d'emprunt atypiques qui se déclenchent dans des conditions économiques et de marchés particulières : d'euphorie comme de stress, d'inflation forte comme de déflation. Parfaitement transparents et compris, ces produits structurés permettent de répondre à des demandes très particulières de demande d'emprunt, de placements ou d'assurance contre certains événements.

Ces produits ont été à l'origine de polémiques liées à leur commercialisation et leur souscription abusive par des clients qui ne comprenaient pas ou n'avaient pas intérêt à comprendre les détails et les raffinements des produits offerts. En France, c'est en particulier le cas des produits structurés contractés auprès des établissements bancaires par les collectivités locales et autres organismes publics locaux. Les collectivités locales disposent d'une assez grande liberté pour choisir leurs conditions d'emprunt. Les établissements bancaires leur ont ainsi proposé à partir de la fin des années 1990 des produits structurés.

Ces produits ont permis aux collectivités d'emprunter à de meilleures conditions que ce qu'offraient les emprunts à taux fixe ou taux variables plus classiques. Mais les emprunts structurés ont aussi généré des coûts d'intérêt très élevés lorsque la dimension « exotique » du produit est apparue au grand jour.

Ainsi, certaines collectivités locales ont souscrit des emprunts structurés qui peuvent comprendre deux périodes :

- une première période dite « bonifiée » sur trois ou quatre ans, durant laquelle le taux d'intérêt est très attractif.

- une seconde période, sur dix ou vingt ans, durant laquelle le taux d'emprunt est calculé à partir d'une formule complexe comprenant par exemple une parité monétaire ou le rapport entre deux taux d'intérêt. C'est la partie dite « exotique » ou « toxique » selon qu'elle est ou pas maîtrisée par le souscripteur.

Les élus, les banques et les responsables financiers des collectivités se renvoient mutuellement la responsabilité de la souscription de ces produits complexes. Les pouvoirs publics ont mis en place fin 2009, un dispositif contractuel (la « Charte Gissler ») complété d'une circulaire, qui contient des engagements des banques de ne plus proposer certains types de produits aux collectivités locales. Plusieurs collectivités locales ont d'ores et déjà assigné certaines banques sur le fondement du manquement au devoir de conseil.

LA FINANCIARISATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES

Des marchés devenus plus volatils avec la financiarisation ?

Depuis le milieu des années 2000, l'évolution des prix mondiaux des matières premières a été caractérisée par une forte volatilité. Cette volatilité est double : d'abord, à court terme avec des fluctuations au jour le jour relativement importantes et ensuite à long terme avec des périodes de très forte croissance des cours suivies de périodes de retournement prononcé s'apparentant à des phénomènes de gonflement d'une bulle spéculative puis de krach. L'instabilité de plus long terme des prix des matières premières agricoles a des conséquences importantes, en particulier sur les prix alimentaires et la consommation. La crise alimentaire mondiale de 2007-2008 a été caractérisée par une très forte augmentation du prix des denrées alimentaires de base dans les pays les plus pauvres de la planète, entraînant une instabilité politique et des émeutes de la faim dans plusieurs régions du monde⁽¹⁾.

L'augmentation de cette double volatilité observée sur les marchés de matières premières a été mise en parallèle avec le processus de financiarisation de ces marchés de matières premières. D'après la Commission européenne, les investissements effectués par les investisseurs institutionnels sur les marchés dérivés des produits de base (matières premières énergétiques, métaux, minerais, matières premières agricoles) sont passés de 13 milliards d'euros en 2003 à un montant compris entre 170 et 205 milliards d'euros en 2008⁽²⁾.

Les matières premières sont devenues une classe d'actifs à part entière dans la construction des portefeuilles des investisseurs non seulement pour diversifier leurs placements mais aussi pour se couvrir contre le risque d'inflation. En effet, l'inflation sous-jacente des biens et services (hors produits alimentaires et énergie) se montre depuis quelques années relativement stable et inerte. Au contraire, l'inflation totale qui intègre ces produits alimentaires et l'énergie apparaît de manière tautologique très corrélée aux évolutions des prix des matières premières. Investir dans les marchés de matières premières agricoles et énergétiques permet de lier la performance de son portefeuille à l'évolution de l'inflation et donc de se couvrir contre le risque inflationniste.

Un lien contesté

En même temps, les études économiques mettent difficilement en évidence une relation entre la financiarisation des marchés de matières premières qui touche essentiellement les marchés dérivés et l'évolution des prix physiques sur le marché au comptant ou à terme⁽³⁾. Par ailleurs, il est intéressant de noter que le cours des matières premières fluctue tout autant, si ce n'est plus, lorsqu'elles ne sont pas attachées à des produits financiers (comme le cobalt, les terres rares ou les tomates).

Si la volatilité à très court terme semble pouvoir être liée à la financiarisation des marchés de matières premières, en revanche pour la volatilité de long-terme, c'est bien davantage la nature même des marchés des matières premières qui semble être en cause. D'une part, la demande y est relativement inélastique par rapport au prix. La variation du prix d'un produit agricole (à la hausse ou à la baisse) entraînera une variation moindre des quantités demandées car les produits alimentaires de base sont des biens de première nécessité. Dans les pays en développement, la rigidité des habitudes alimentaires se trouve encore accentuée par l'absence de variétés ou d'alternatives. D'autre part, l'offre de produits agricoles est déterminée en partie par la saisonnalité de la production est peu réactive aux variations de prix⁽⁴⁾.

Une des caractéristiques majeures des marchés agricoles mondiaux est également leur étroitesse : par exemple, moins de 20 % de la production mondiale de céréales (blé, riz, maïs) feraient l'objet d'échanges sur les marchés mondiaux, le reste étant consommé dans les pays producteurs. Dans ce contexte, en cas de baisse de 5 % de la production mondiale de céréales, les pays producteurs privilégient le plus souvent le marché intérieur et prélèvent ces 5 % sur les quantités destinées à l'exportation, ce qui a potentiellement des effets très importants sur les prix fixés sur les marchés d'échanges mondiaux.

Des facteurs fondamentaux peuvent ainsi expliquer l'emballement des cours observé ces dernières années. La demande en céréales a crû à un rythme plus important depuis les années 2000, en raison d'une croissance démographique

(1) Les « émeutes de la faim », qui ont secoué l'Égypte, Haïti, le Maroc, les Philippines et de nombreux pays d'Afrique, à la suite de la flambée des prix agricoles en 2007-2008.

(2) Communication de la Commission européenne, « Relever les défis posés par les marchés des produits de base et les matières premières », 2 février 2011.

(3) Voir par exemple, Fattouh B., Kilian L. et Mahadeva L. (2012), « The role of speculation in oil markets : What have we learned so far ? », CEPR Discussion Paper 8916. Ainsi que, Coulibaly D. et Capelle-Blancard G. (2011), « Index trading and agricultural commodity prices : A panel granger causality analysis », International Economics n°126-127.

(4) Les producteurs ne peuvent récolter que ce qu'ils ont planté au début de la saison et les stocks sont trop coûteux pour pallier cette rigidité.

continue, mais surtout d'une augmentation du niveau de revenu. Le principal moteur est évidemment la Chine, dont la croissance économique a fortement tiré la demande à la hausse. Cet effet revenu a également eu un impact important sur le changement d'habitudes alimentaires. La consommation de viande, notamment bovine, a fortement progressé. Le développement des agrocarburants peut aussi expliquer les tensions sur certains marchés, tels ceux du maïs ou des huiles végétales.

Aussi, la crainte d'une pénurie de denrées alimentaires de base a incité certains acteurs à constituer des stocks, se traduisant sur les marchés mondiaux par une hausse de la demande, et mécaniquement par une hausse des prix. Enfin, le rôle de la variation des taux de change n'est pas à négliger. Par exemple, entre janvier 2002 et juin 2008, le dollar américain a perdu 35 % de sa valeur par rapport à l'euro. L'appréciation de certaines monnaies par rapport au dollar a entraîné une hausse de la demande sur les marchés mondiaux des matières premières dont le prix est libellé en dollars, certains pays ayant vu leur pouvoir d'achat augmenter par le jeu du taux de change.

Comment lutter contre l'instabilité des marchés de matières premières agricoles ?

Afin de lutter contre le risque de bulles spéculatives, la CNUCED propose la mise sur pied d'une autorité de surveillance des marchés, qui pourrait intervenir sur le marché des dérivés, en achetant ou vendant, afin d'empêcher les prix de s'effondrer ou d'être entraînés dans une bulle spéculative.

C'est après la crise alimentaire de 2007-2008 qu'a été créé un groupe de travail sur la volatilité des prix des matières premières, dans le cadre de la présidence française du G20 (novembre 2010-novembre 2011). Concernant plus spécifiquement les marchés dérivés, la mise en place de ce groupe de travail vise à améliorer la transparence sur les marchés (en particulier, les marchés de gré à gré), lutter contre les abus de marché, et renforcer la coordination entre les régulateurs. Plus généralement, c'est la sécurité alimentaire au niveau mondial qui est visée à travers plusieurs objectifs : (i) améliorer la production et la productivité de l'agriculture à court et long terme pour répondre à une demande croissante de matières premières agricoles ; et (ii) renforcer l'information et la transparence des marchés pour mieux anticiper les crises agricoles⁽⁵⁾.

(5) Le G20 a décidé la création du « Système d'information sur les marchés agricoles » (Agricultural Market Information System, AMIS), afin d'encourager et de structurer les échanges d'informations entre les différents acteurs des marchés agricoles, et tout particulièrement s'agissant des informations sur les stocks.