

Faut-il fermer les marchés dérivés ?

Christophe Pérignon, professeur de Finance à HEC Paris, et Dominique Plihon, professeur à Paris VII-Villetaneuse, s'opposent sur les vertus de la spéculation.



Le classique Christophe Pérignon (à gauche sur la photo) et l'altermondialiste Dominique Plihon : tout devait opposer ces deux-là à propos de la spéculation. Leurs visions sont de fait aux antipodes. Cela ne les empêche pas de se rejoindre sur la nécessité d'une plus grande transparence. Comme un programme commun minimaliste ?

Quel est le rôle de la spéculation dans l'actuelle flambée des prix des matières premières ? Faut-il s'en accommoder eu égard aux conséquences parfois dramatiques de la hausse des cours, notamment des produits agricoles (émeutes de la faim...) ? Au cœur de cette problématique, les marchés dérivés et leurs instruments financiers ("futures", "swap", "options"...) jouent-ils un rôle bénéfique – en indiquant l'orientation future des prix permettant aux acteurs de positionner leurs investissements – ou

nuisible – en faussant les fondamentaux et en déstabilisant les calculs ? Rappelons que les produits dérivés

Les marchés dérivés jouent-ils un rôle bénéfique – en indiquant l'orientation future des prix – ou nuisible – en faussant les fondamentaux

permettent de négocier à terme un actif sous-jacent coté au comptant. Pour répondre à ces questions, les observateurs de bonne foi se heurtent à la difficulté quasi on-

tologique de ne pas pouvoir faire la part des choses. Dominique Plihon et Christophe Pérignon n'y dérogent pas. Impossible en effet de déceler dans la progression vertigineuse des cours du pétrole – un doublement en moins d'un an (le baril qui se négocie autour de 70 dollars l'an dernier vaut sur le marché spot près de 140 aujourd'hui) la part de la spéculation pure et celle des fondamentaux. Seule certitude traduite par ces chiffres : l'inquiétude pour l'avenir des approvisionnements.



Débat animé par Philippe Plassart

Aux niveaux de prix actuels, y a-t-il une bulle spéculative sur le marché des commodités ?

Dominique Plihon : La réponse est oui. Par exemple, sur le marché du pétrole, l'évolution des prix depuis quelques semaines ne reflète pas les fondamentaux, à savoir le déséquilibre entre l'offre et la demande, notamment le fait que l'exploitation pétrolière devient de plus en plus coûteuse tandis qu'on assiste à un accroissement de la consommation d'énergie. Cette part inexplicitée provient de la spéculation qui aurait contribué à

vée de nouveaux consommateurs, une géopolitique complexe. Sans doute y a-t-il, en plus de ces facteurs, une part imputable à la présence de nouveaux investisseurs. Ces derniers prennent des positions sur ces marchés qui n'étaient pas auparavant spéculatifs. Des supports existent dorénavant pour permettre ces investissements comme des fonds spécialisés de matières premières. La mesure de l'impact sur les prix ne peut être que résiduelle. Encore faudrait-il connaître le prix d'équilibre afin de déterminer, par différence, l'impact de la spéculation.

Il n'y a pourtant pas de pénurie physique sur le marché pétrolier.

CP : La connaissance de la situation réelle du marché est imprécise. Il y a en effet énormément d'inquiétudes pour l'avenir, tant au niveau de l'offre que de la demande.

D.P : Ce qui compte en effet, sur ces marchés, ce sont les anticipations. Tous ces marchés de

donc la dynamique de formation des prix.

Ces marchés de futures sont-ils bénéfiques ou nuisibles ?

D.P : Mon jugement est ambivalent comme le sont d'ailleurs les effets de ces produits. Dans un monde d'instabilité et de volatilité fortes, ces instruments peuvent être très utiles aux entreprises pour se couvrir. En même temps – et là est le problème – ces instruments ont besoin pour fonctionner "de spéculateurs", c'est-à-dire d'opéra-

teurs prenant des risques, si bien que ces marchés reposent sur la coexistence d'intervenants hétérogènes : ceux qui viennent chercher la couverture et ceux qui sont là pour spéculer. C'est lorsque l'activité de spéculer l'emporte sur l'activité de couverture que naît le problème. Je considère que nous sommes aujourd'hui dans ce cas de figure : les spéculateurs ont pris le dessus et je dis, attention casse-cou !

CP : Les marchés de dérivés ne sont pas des créations récentes. Ils existent depuis le XIX^e siècle sans évoquer d'autres formes encore plus anciennes qui remontent à l'Antiquité. Les "futures" existent depuis très longtemps. Il s'agit de contrats à terme – la transaction dont les termes sont connus aujourd'hui ayant lieu dans le futur. Il n'y a pas eu dans ce domaine de changement structurel particulier. La nouveauté, je l'ai évoqué dans mon premier propos, c'est l'ar-

rivée d'acteurs inédits qui utilisent ces produits.

D.P : Ce ne sont certes pas des produits nouveaux, mais leur forme s'est incroyablement sophistiquée. Les marchés de gré à gré – par opposition aux marchés organisés – ont connu une croissance très rapide. Les positions spéculatives ont pris une ampleur considérable. Sur les marchés des métaux, elles ont doublé en dix ans, sur les marchés alimentaires, elles ont triplé depuis le milieu des années 90. Un tel développe-

"Les marchés dérivés sont de fantastiques "usines à informations" concernant le futur"

ment crée une source nouvelle d'instabilité. Les nouveaux investisseurs – hedge-funds, fonds indexés – pèsent lourd. Les autorités et les élus américains eux-mêmes se sont ouvertement inquiétés récemment de leur rôle et leur poids excessif.

CP : Il faut comprendre l'origine de cet élan vers les matières premières. La toile de fond est la suivante : des actions atones, un dollar qui tend à se déprécier et des signes de résurgence d'inflation. Les investisseurs recherchent des placements pour se protéger de la hausse des prix sans trop s'exposer aux risques conjoncturels. Ils se tournent assez naturellement vers ces nouveaux supports. Auparavant, ils achetaient des entreprises opérant dans ces secteurs – des compagnies d'exploitation minières par exemple – aujourd'hui ils ont la possibilité avec l'émergence des "Exchange Traded Funds" – ETF ou trackers – d'in-



Christophe Pérignon : "On revient toujours aux fondamentaux. La flambée des prix alimentaires est sûrement plus imputable à l'impéritie des politiques agricoles qu'à l'activisme de vilains spéculateurs."

vestir directement dans les matières premières. Ces fonds prennent des positions sur ces marchés de futures pour optimiser leur rentabilité.

D.P : C'est là que l'altermondialiste que je suis réagit. La financiarisation de l'économie est devenue considérable. La montée en puissance de ces fonds en est un indicateur parmi d'autres. On a franchi la ligne jaune. Ce capitalisme va de bulle en bulle, de spéculation en spéculation et de crise en crise. Il s'est opéré une déconnexion entre la sphère réelle – la sphère productive de richesse – et la sphère financière et cette situation est dangereuse. Avec des effets en retour particulièrement choquants comme la flambée exacerbée des prix alimentaires qui met en péril la vie de certaines populations sur la planète. Les économistes ne peuvent rester indifférents à de tels dérapages inacceptables et doivent réfléchir à des solutions.

Les marchés dérivés n'ont-ils pas la vertu de lancer des signaux forts sur les prix susceptibles d'orienter les investissements futurs ?

CP : Les marchés dérivés sont de fantastiques "usines à informations" concernant le futur. Plus on a d'acteurs qui participent à ces marchés – quelles que soient au fond leurs motivations (besoin de couverture, volonté de spéculer, ou recherche d'opportunités d'arbitrage) – plus les marchés deviennent efficaces en diffusant plus rapidement les informations par le canal des prix.

D.P : Mais la présence de spéculateurs purs de plus en plus puissants pour établir les contreparties peut déboucher sur des déséquilibres, avec comme résultat de faire perdre cette vertu de guide aux prix. Non, les prix actuels ne sont pas des bons indicateurs. Et ces marchés ne peuvent être efficaces puisqu'ils sont dominés par des acteurs court-termistes et grégaires.

CP : Le prix "future" reste la meilleure estimation de la valeur que les agents sont prêts à mettre pour acquérir un bien dans le futur. Et non pas une estimation non biaisée d'une valeur au comptant dans le futur. Le prix "future" actuel reflète les attentes d'agents rationnels.

Même quand cette rationalité a pour conséquence d'entraîner la flambée des produits alimentaires de première nécessité...

CP : Quelle est la part de la spéculation sur les prix actuels ? Loin de moi, la volonté d'exonérer les spéculateurs de toute responsabilité. Tout comme le Sénat américain ou la CFTC – l'organisme américain de régulation des marchés à terme – cela mérite d'être regardé de près. George Soros lui-même a pointé le rôle des fonds. N'en reste pas moins la difficulté intrinsèque de

pouvoir faire la part des choses. Dans ces conditions, on en revient toujours aux fondamentaux. L'actuelle flambée des prix alimentaires est sûrement plus imputable à l'impéritie des politiques agricoles menées qu'à l'activisme de vilains spéculateurs...

D.P : Un déséquilibre s'est formé à la base au niveau des fondamentaux et il est exact que les politiques conduites ces dernières années ont conduit à détruire une partie de l'agriculture vivrière et familiale dans les pays du Sud. L'ouverture au marché mondial, et la concurrence (amplifiée par les subventions) des pays du Nord ont déstabilisé les petits agriculteurs du

"Le temps est venu d'accepter une régulation. Le laissez-faire inquiète même les autorités"

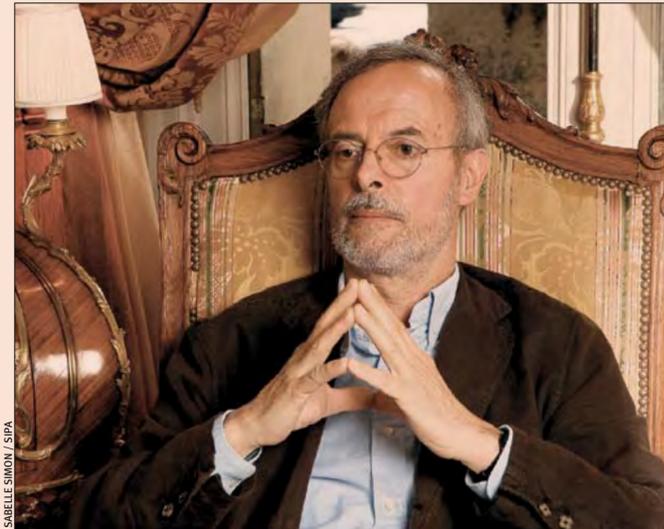
Sud. D'où aujourd'hui un déficit dramatique de l'offre. Les organisations internationales (OMC, Banque mondiale) ont en grande partie failli en encourageant ces politiques. Cette crise alimentaire n'a donc pas qu'une dimension financière à la crise. Cependant la finance vient exacerber et amplifier les déséquilibres. Pour le pétrole, la hausse des prix peut agir comme un bon aiguillon. On a vécu trop longtemps sur l'idée d'une énergie bon marché. Voyez les automobiles aux Etats-Unis. Par contre s'agissant des produits alimentaires de base, l'impact est dramatique. L'ouverture générale des marchés agricoles a été une cata-

"Les marchés de gré à gré ou OTC ne sont pas la jungle. Ils offrent un cadre de souplesse que l'on ne trouve pas ailleurs"

strophe. C'est pourquoi nous plaiderons pour un principe différent : la souveraineté alimentaire sur une base régionale voire nationale. Le riz ou le blé ne sont pas du nickel.

Les banques centrales interviennent parfois sur le marché des changes pour corriger ce qu'elles estiment être des excès de variations. Pourquoi pas sur les prix des produits alimentaires ?

D.P : Je suis partisan d'une régulation forte de ces marchés de commodités. Il faut y prélever des taxes. Les sommes ainsi collectées pourraient être mobilisées pour des actions d'urgence. Autre piste : réinstaurer des fonds de stabilisation. L'idée est de guider les anticipations par des interventions quand cela est nécessaire. C'est ce que font les banques centrales sur le marché monétaire. Elles peuvent renverser des mouvements sur ces marchés lorsqu'elles interviennent



Dominique Plihon : "La taxe Tobin a fait des petits. Il y a la taxe sur les avions. Demain d'autres taxes peuvent s'imaginer. C'est une voie d'avenir."

au bon moment et de concert. Il faut y réfléchir.

CP : Ne nous faisons pas d'illusion. Il faut distinguer la partie émergée des marchés souvent organisée et la partie non visible des marchés de gré à gré. Le contrôle direct par le régulateur via les bourses de valeurs concerne – on n'en sait trop rien par nature – de 10 à 20 % du marché. Tout le reste se fait en dehors de tout contrôle, de gré à gré.

D.P : Il faudrait justement conduire une réflexion internationale pour réduire la part des marchés non régulés et totalement opaques en faveur des marchés organisés. Par exemple, en obligeant les

aujourd'hui pour améliorer ces marchés. Le temps est venu d'accepter une régulation. Le laissez-faire total inquiète même les autorités.

CP : Ne généralisons pas. Les opérations sur le marché OTC ne relèvent pas toutes, loin s'en faut, de positions spéculatives. L'élément le plus critique est l'absence d'informations. Pour autant, l'idée de fermer les marchés dérivés ne me paraît pas être à l'ordre du jour. Ni même cette idée de vouloir transférer les opérations de gré à gré sur les marchés structurés. Le vrai thème c'est la transparence et la divulgation d'informations pas uniquement sur une base volontaire, ce qui est un élément central de Bâle II.

D.P : Plaider pour plus de transparence et laisser ces marchés OTC en l'état est une démarche antinomique. La Banque des règlements internationaux, qui est chargée de collecter des informations sur les marchés OTC, en est réduite à diligenter des enquêtes sur les marchés, avec des résultats peu satisfaisants. Cela se comprend : car qui dit information, dit contrôle et cela, les acteurs n'en veulent pas.

CP : C'est en tout cas dans cette voie que la recherche travaille pour accroître la qualité du fonctionnement de ces marchés.

D.P : Si demain les autorités bloquaient les marchés OTC, il y aurait, j'en suis convaincu, des innovations financières sur les marchés organisés pour proposer des outils plus souples que ceux d'aujourd'hui. S'il y a un domaine où l'innovation est la plus imaginative, c'est bien dans la finance. Toute l'histoire le démontre. Innovons et mettons en place des mécanismes conciliant souplesse, transparence et régulation. Cela permettrait de mieux maîtriser la stabilité du système.

Comment faire ?
D.P : C'est une affaire de volonté politique. Une taxe internationale sur les transactions de gré à gré pourrait être un bon instrument d'incitation, d'orientation et de financement. La taxe Tobin a fait des petits. Il y a la taxe sur les billets d'avion. Demain, d'autres taxes globales peuvent être imaginées selon le principe : "pollueur et spéculateur, payeurs". C'est une voie d'avenir pour réguler la mondialisation.

CP : Taxer les transactions sur produits dérivés afin d'alimenter un fonds de stabilisation des prix mondiaux me semble être une mesure quelque peu utopique. A long terme, seuls les changements de consommation et le développement de produits de substitution permettront de stopper les hausses de prix, pas la suppression de la spéculation. ■