



منظمة الأغذية
والزراعة
للأمم المتحدة

联合国
粮食及
农业组织

Food
and
Agriculture
Organization
of
the
United
Nations

Organisation
des
Nations
Unies
pour
l'alimentation
et
l'agriculture

Продовольственная и
сельскохозяйственная
организация
Объединенных
Наций

Organización
de las
Naciones
Unidas
para la
Agricultura
y la
Alimentación

COMITÉ DES PRODUITS

RÉUNION CONJOINTE EXTRAORDINAIRE INTERSESSION DU GROUPE INTERGOUVERNEMENTAL SUR LE RIZ

Rome, 24 septembre 2010
Salle Rouge

LE MARCHÉ À TERME DES PRODUITS AGRICOLES: Renforcer les signaux du marché pour améliorer la formation des prix sur le marché mondial¹

1. Les investissements sur le marché des produits agricoles représentent des sommes énormes. Suite à la déréglementation du secteur des services financiers aux États-Unis et en Europe, dans les années 90, les sociétés financières ont déversé des sommes colossales sur les marchés à terme, ou marchés des futures, des produits agricoles, dans l'espoir de réaliser des bénéfices disproportionnés sur un marché volatile. Au cours de ces dix dernières années, les volumes négociés sur ces produits ont triplé sur la place la plus connue – le Chicago Mercantile Exchange ou groupe CME² - et doublé dans le secteur correspondant d'Euronext Liffe. Euronext Liffe propose aussi désormais des contrats liquides sur le blé et le colza. Les cours, tels qu'ils s'établissent à l'occasion des transactions sur ces contrats, et qui sont d'ailleurs considérés comme des cours de référence, se répercutent sur l'ensemble du marché mondial et ont un impact considérable sur les décisions de politique intérieure dans pratiquement tous les pays. Les montants échangés sur les marchés sont tels qu'on reproche aux opérateurs de se livrer à une spéculation excessive qui a des répercussions sur la situation de populations entières. La spéculation sur les contrats à terme est-elle à l'origine de la hausse des prix? Les producteurs bénéficient-ils de cette hausse? Quelle que soit la réponse à ces questions, il est certain que celles-ci sont au centre du débat. Et en tout état de cause, il faudrait arriver à maîtriser la volatilité des cours.

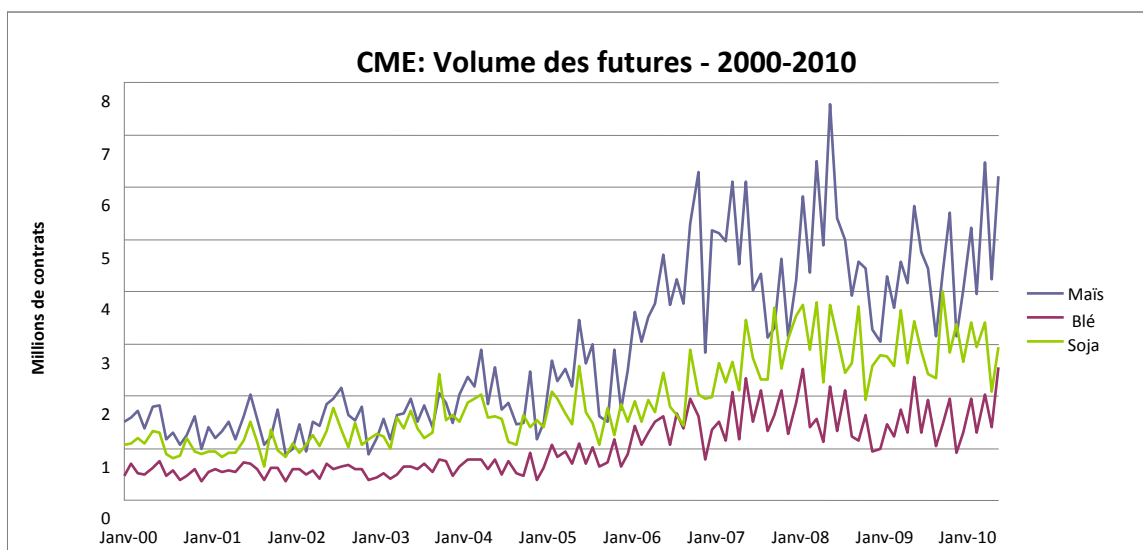
2. Au niveau mondial, le volume des échanges constaté sur les contrats à terme sur les produits agricoles s'est accru de façon exponentielle depuis 2000. Les places de création récente

¹ Le présent rapport a été établi par Ann Berg, consultante, Trader Senior sur les produits agricoles. Les avis exprimés dans le rapport ne correspondent pas forcément à la position officielle de l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture.

² Le groupe CME comprend maintenant le Chicago Board of Trade et le New York Mercantile Exchange.

ou relativement récente, comme le Dalian Exchange, en Chine, et le Multi-Commodity Exchange, en Inde, ont vu le volume de leurs transactions grimper dans des proportions beaucoup plus forte que sur le CME ou Euronext Liffe, mais elles n'ont pas attiré d'énormes flux d'investissements mondiaux. Le problème de la convertibilité des monnaies, de strictes limites sur les positions, les fréquentes interventions de l'État tant sur les marchés à terme que sur les marchés physiques, et les interdictions frappant les investissements étrangers directs ont gêné leur expansion mondiale. La plupart de ces places ont été créées à la suite de la libéralisation des marchés et sont axées sur la formation du prix à la production. En Afrique du Sud, par exemple, l'État ayant cessé en 1995 de soutenir les prix, le South Africa Futures Exchange³ a désigné plus de 100 entrepôts comme points de livraison pour ses contrats blé et maïs, afin de faciliter la gestion des risques par les producteurs. Les places indienne et chinoise cherchent à donner plus de poids aux producteurs sur les marchés et à promouvoir le développement rural.

CME: contrats à terme sur le maïs, le blé et le soja, en volume – 2000-2010



3. Ailleurs, de nombreuses places ont créé des contrats adaptés à leur clientèle intérieure. Le Tokyo Grain Exchange (TGE) a par exemple lancé en 1992 un contrat sur le maïs libellé en yen avec livraison de maïs d'origine américaine à des ports japonais. Le Rosario Futures Exchange (ROFEX), en Argentine, et la Bolsa di Mercadorias e Futuros (BM&F), au Brésil, proposent des contrats spécialement adaptés aux marchés d'exportation de ces deux pays.

4. Bien que les montants échangés sur les marchés à terme de produits agricoles soient dérisoires par rapport aux montants brassés sur les marchés à terme financiers, qui ont passé la barre du quadrillion (10 puissance 15) de dollars en 2006, leur volume par rapport à la production réelle est tout à fait extraordinaire. Le contrat CME sur le blé tendre rouge, par exemple, qui sert à couvrir une récolte intérieure de 10 millions de tonnes environ, a fait l'objet en 2008 de transactions d'un montant total correspondant à plus de 2 milliards de tonnes, ce qui revient à remettre en jeu la récolte tout entière chaque jour ouvrable.

I. HISTORIQUE DU CONTRÔLE DES MARCHÉS

5. La spéculation et les distorsions de prix sont aussi vieilles que les marchés eux-mêmes. Dès sa création, au milieu du XIXe siècle, le Chicago Board of Trade a fait l'objet de

³ Le SAFEX, devenu Johannesburg Stock Exchange.

manipulations du marché – « squeezes » et « corners » en particulier – au moins une fois tous les dix ans, ce qui a amené les autorités américaines à réglementer, en 1922, le marché des contrats à terme sur marchandises et à renforcer encore la réglementation, en 1936, avec l'adoption du Commodity Exchange Act, qui a imposé des limites sur les positions des opérateurs et érigé la manipulation de marché en infraction. En 1974, le Congrès américain a créé la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), lui conférant des pouvoirs importants en matière de lutte contre la fraude et de surveillance.

6. L'un des rôles principaux de la CFTC est d'approuver les limites de position et les spécifications de tous les contrats à terme cotés sur les places américaines afin que les marchés ne puissent prêter le flanc à des manipulations. En 1996, elle a contraint le CBOT à revoir ses contrats historiques sur le maïs et sur le soja⁴, en vertu de l'obligation qui lui est faite de prévenir ou de réduire les manipulations des prix, les engorgements et les mouvements anormaux de marchandises dans le commerce inter-États⁵.

7. La CFTC exerce également un pouvoir sur les opérateurs, sociétés ou particuliers, y compris les opérateurs commerciaux. C'est ainsi qu'en 1989 elle a donné l'ordre à une grosse société d'export soupçonnée de manipuler les cours du soja sur le CBOT de réduire fortement ses positions longues avant les échéances de livraison de mai et juillet.

8. Enfin, la CFTC veille à la transparence du marché. Elle publie chaque semaine le Commitment of Traders Report (COT), qui fait le point de la situation sur l'ensemble des places américaines, contrat par contrat, en indiquant les positions (courtes, longues et positions d'écart ou *spread*) des producteurs/consommateurs, des opérateurs sur contrats d'échange ou swaps dealers, et des fonds gérés⁶. En tant que membre de l'OICV⁷, la CFTC favorise l'échange d'informations au niveau mondial et œuvre pour l'adoption des meilleures pratiques de surveillance des contrats à terme. Elle organise des tables rondes ouvertes à tous sur les questions intéressant les contrats à terme. L'une des récentes tables rondes avait pour thème la divergence entre les prix à terme et les prix au comptant⁸ sur le marché du blé à Chicago, Minneapolis et Kansas City.

9. Les pays européens fonctionnent selon des modèles de réglementation différents. Au Royaume-Uni, la Financial Service Authority (FSA) – une organisation non gouvernementale – est chargée de par la loi de surveiller les marchés des contrats à terme. En juin 2010, elle a annoncé une restructuration, devant se dérouler sur l'année, qui devrait lui permettre de mieux traiter les questions systémiques, en particulier dans le secteur bancaire. Bien qu'elle ait fait siens les principes de l'OICV, et notamment le communiqué de Tokyo⁹, la FSA, comme elle le dit elle-même sur son site Web, n'a pas défini de règles spécifiques pour les contrats à terme sur marchandises et leurs dérivés. Créée en 2000 suite à la faillite de la Barings, la FSA a d'abord considéré le marché des contrats à terme comme un marché de professionnels et laissé aux places financières le soin de le contrôler. En 2007, devant l'accroissement du volume des échanges, elle a estimé qu'il convenait peut-être d'exercer un contrôle plus serré. Dans le cadre de sa

⁴ Les contrats maïs et soja du CBOT ont été créés respectivement en 1877 et 1936.

⁵ Le CBOT est passé d'un système de récépissé d'entrepôt Chicago/Tledo à un système de certificat d'expédition Illinois River.

⁶ Voir additif.

⁷ Organisation internationale des commissions de valeurs.

⁸ Pour diverses raisons, depuis plusieurs années, les contrats à terme s'échangent avec une prime plus élevée (jusqu'à 20 pour cent) que les prix au comptant sous-jacents.

⁹ En 1997, les régulateurs de 17 pays, dont le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon, ont publié un communiqué (le communiqué de Tokyo) qui comprenait deux documents d'orientation, l'un sur les meilleures pratiques concernant les spécifications et le contrôle des contrats à terme sur les matières premières, l'autre sur la surveillance des marchés et la communication de l'information. C'était la première fois que les autorités chargées du contrôle des marchés de dérivés sur les marchandises se mettaient d'accord sur des règles internationales.

restructuration et suite aux désordres causés par la mainmise d'un hedge fund sur d'énormes livraisons de cacao sur les contrats Euronex Liffe, elle est en train de réfléchir à son rôle de contrôle des marchés à terme commerciaux.

10. Dans les autres pays d'Europe, le contrôle des produits financiers relève de la responsabilité des autorités nationales de surveillance des marchés. En France, l'Autorité des marchés financiers supervise le contrat blé de meunerie de l'ancien MATIF¹⁰. Comme la FSA, le MATIF a peu de pouvoirs de supervision officiels sur les marchés à terme; il compte que ces marchés s'autodisciplineront. Toutefois, face à la hausse du prix du blé, le gouvernement français appelle à une réforme internationale à l'occasion de la révision de 2011 de la Directive sur les marchés d'instruments financiers.

II. LIMITES DE SPÉCULATION ET ACCROISSEMENT DES VOLUMES

11. Depuis l'adoption du Commodity Exchange Act, les bourses américaines ont imposé des limites aux volumes négociés sur les contrats primaires. À partir des années 90, ces limites ont été considérablement relevées. La norme pour les grains et le soja est aujourd'hui de plusieurs milliers de contrats alors qu'elle était encore de 600 dans les années 90, même si la limite mensuelle (spot) est toujours de 600. En outre, le CME interdit toujours aux entités non commerciales de détenir plus de 600 certificats d'expédition ou récépissés d'entrepôt. Les opérateurs en couverture de bonne foi ne sont pas soumis à des limites. La pratique qui consiste pour le CME à octroyer aux fonds indiciels des dérogations au titre d'opérations de couverture¹¹ est actuellement à l'examen.

CME: Limites de positions sur les produits agricoles – en nombre de contrats et en équivalent tonnes

Contrat	mois spot	sur un seul mois	totalité des mois
maïs	600 (76 200 tonnes)	13 500	22 000 (2 790 000 tonnes)
soja	600 (81 600 tonnes)	6 500	10 000 (1 370 000 tonnes)
blé	600 (81 600 tonnes)	5 000	6 500 (890 000 tonnes)
riz	600 (54 600 tonnes)	1 800	1 800 (163 000 tonnes)
avoine	600 (51 600 tonnes)	1 400	2 000 (170 000 tonnes)

12. Les contrats Euronext Liffe sur le blé, le colza et le maïs ont des limites plus strictes que le CME sur la totalité des mois. Sur ces contrats, le processus de livraison, qui s'applique aussi bien aux spéculateurs qu'aux agents à la recherche d'une couverture, est censé fonctionner comme un signal sur le prix et non comme un mécanisme de sourçage. Comme pour le CME, qui applique des limites différenciées, les limites doivent être réduites avant l'expiration des contrats. C'est la chambre de compensation de Londres (London clearing House), et non les places boursières, qui détermine la limite pour les contrats sur les grains et sur les graines oléagineuses qui font l'objet du plus gros volume de transactions.

¹⁰ Le MATIF a fusionné avec LIFFE in 1999.

¹¹ Une dérogation au titre d'opérations de couverture permet aux fonds indiciels de s'affranchir des limites de spéculation.

Euronext Liffe: Limites de positions sur les produits agricoles – en nombre de contrats et en équivalent tonnes

Contrat	mois spot	totalité des mois
blé de meunerie	2 000 (100 000 tonnes)	4 000 (200 000 tonnes)
colza	1 200 (60 000 tonnes)	2 400 (120 000 tonnes)
maïs	1 200 (60 000 tonnes)	2 400 (120 000 tonnes)

13. Contrairement aux contrats sur les autres produits agricoles, les contrats Euronext Liffe sur le sucre, le café et le cacao ne sont pas soumis à des limites. Un hedge fund en aurait profiter pour prendre livraison, en juillet 2010, d'un contrat portant sur environ 240 000 tonnes de cacao – soit la presque totalité de l'offre prête à livraison et l'équivalent de 7 pour cent de la production mondiale. Les experts ont relevé que les cours de juillet avaient atteint de tels sommets que pour pouvoir honorer les positions courtes il a fallu livrer du cacao entreposé à New York aux ports d'Amsterdam, d'Anvers et de Hambourg, points de livraison agréés d'Euronext Liffe. La société a récemment annoncé qu'elle allait demander leurs chiffres aux entités qui opèrent dans le secteur des produits agricoles et produire un rapport du type COT. Jusqu'à présent, ni Euronext Liffe ni LCH n'ont évoqué l'éventualité de limites sur les contrats à terme sur ces produits.

14. Plusieurs facteurs ont contribué à l'augmentation des opérations spéculatives sur les denrées alimentaires.

- la libéralisation des marchés et la suppression des mécanismes de soutien des prix, en particulier dans l'Union européenne, dans le cadre de la politique agricole commune
- la déréglementation du secteur des services financiers aux États-Unis, qui a permis aux banques de spéculer pour leur propre compte
- la baisse des marges sur le marché des valeurs
- l'utilisation de produits alimentaires pour la fabrication de carburant
- une augmentation de la demande de denrées alimentaires sur les marchés émergents
- une situation de sous-investissement dans l'agriculture liée à une faiblesse prolongée des cours
- une mauvaise transmission des prix jusqu'au producteur
- des interventions inopinées des États sur le marché à l'exportation (interdictions d'exporter, droits de douanes, contingentement)
- la facilité d'accès aux marchés électroniques
- la transformation des marchés primaires d'organisations membres en sociétés à but lucratif.

III. L'AVENIR

A. HARMONISER LA REGLEMENTATION

15. Le modèle américain n'offre peut-être pas un bon point de départ pour la régulation des marchés européens. Il ne sert à rien, par exemple, d'adhérer aux principes de l'OICV si on ne les concrétise pas dans les règlements et si on ne recueille pas des données sur les opérations boursières. Par ailleurs, plus de 150 ans d'histoire des marchés à terme nous ont appris qu'il était indispensable d'imposer des limites aux positions prises sur les produits de base dont l'offre est limitée si on veut éviter une spéculation excessive et les phénomènes d'accaparement. Pour ce qui est des produits agricoles, la FAO pourrait prendre l'initiative d'un effort d'harmonisation de la réglementation, en collaboration avec d'autres organisations internationales.

B. UNE PLUS GRAND TRANSPARENCE

16. La question qu'on se pose le plus fréquemment est celle-ci: Qu'est-ce qui pèse le plus sur les prix, la spéculation ou le commerce? Avant l'avènement des marchés électroniques, les maisons de courtage publiaient chaque jour des résumés approximatifs des activités de leurs agents à la corbeille. Aujourd'hui, les bourses ou leur chambre de compensation¹² sont en mesure de diffuser des informations très précises. Le marché électronique produit des relevés de flux d'ordres et de transactions classés par types d'opérateurs. Les places boursières pourraient communiquer ces données à la CFTC pour publication journalière afin que l'on puisse connaître la part respective des opérateurs commerciaux et des spéculateurs dans les ordres d'achat et de vente. Cette information permettrait d'enrichir considérablement celles que l'on trouve déjà dans le COT du fait qu'elle permettrait de savoir quels types d'opérations font monter ou descendre les cours. Dans les autres pays aussi les bourses devraient décider de communiquer ce type d'information.

C. LES INTERVENTIONS DE L'ÉTAT

17. Ces dernières années, les interventions soudaines des États (embargos, relèvement des droits sur les exportations, contingentements) ont déclenché des hausses spectaculaires sur les marchés à terme. Ces interventions sont contreproductives.

D. TRANSMISSION DES PRIX JUSQU'AU PRODUCTEUR

18. La mauvaise transmission des prix entre les marchés à terme et les producteurs est un problème capital pour les marchés. La dilution des cours entre le marché à terme et le producteur fait que l'offre réagit peu. Plusieurs facteurs expliquent que la transmission se fasse mal:

- des mesures de protection des prix sur le marché intérieur
- les marchés locaux opaques
- des pratiques abusives de prêt et d'achat de la part d'intermédiaires
- de longues chaînes de production ou d'approvisionnement
- des points de livraison des marchés à terme très distants géographiquement des zones de culture

19. La plupart de ces questions relèvent de décisions qui doivent être prises pays par pays. Cependant, la dernière question, celle des points de livraison, peut être réglée en apportant des changements sur les marchés à terme existants ou en créant de nouvelles places boursières. Par exemple, alors que la plus grande partie de la production mondiale de cacao provient d'Afrique de l'Ouest, le prix du cacao négocié sur les contrats d'Euronext Liffe¹³ est le prix à des points de livraison qui sont des ports d'Europe du Nord (Amsterdam, Anvers, Hambourg). L'existence de bourses de commerce et de marchés à terme dans les principaux pays producteurs, le Ghana et la Côte d'Ivoire, faciliterait la transmission du prix des centres européens, où se trouve la demande, vers les centres où se trouvent les producteurs¹⁴.

20. De même, sur un marché comme celui du riz, des bourses de commerce pourraient permettre de répondre aux besoins régionaux en ce qui concerne la détermination des prix. À cause de la diversité des goûts des consommateurs et des variétés de riz, il ne peut y avoir de contrat pouvant servir de référence unique. Le contrat qui fait l'objet du plus gros volume de transactions – le contrat riz paddy du CME – détermine le cours du riz non usiné livré aux entrepôts de l'Arkansas et répond davantage aux besoins des cultivateurs et des rizeries nationaux.

¹² Le groupe CME effectue lui-même ses opérations de compensation. Les opérations de compensation d'Euronext Liffe sur les contrats à terme de produits sont effectuées par la London Clearing House.

¹³ La société américaine InterContinental Exchange propose un contrat sur le cacao avec comme point de livraison le port de New York.

¹⁴ Une réflexion est en cours au Ghana et en Côte d'Ivoire pour régler le problème du prix du cacao.

En Thaïlande, l'État organise des enchères ouvertes sur le marché à terme des produits agricoles (Agricultural Futures Exchange of Thailand) pour les achats destinés à l'exportation. Ce modèle présente des avantages s'agissant de signaler les prix aux agriculteurs et pourrait être reproduit ailleurs, en particulier dans les pays producteurs de riz qui ont d'importantes mesures de protection. En Amérique latine, plusieurs places boursières offrent la possibilité de négocier des « paquets » (tariff packages), un moyen d'assurer la transparence des prix et la fixation d'un juste prix pour l'importation de biens sensibles, comme le riz et le maïs. Ce système est aussi un modèle intéressant de transmission des prix par les places boursières.

E. VOLATILITE

21. L'instabilité des cours des produits alimentaires résulte à la fois de facteurs fondamentaux et des activités spéculatives des fonds gérés. Les avis divergent considérablement sur la question de savoir si les flux en provenance des investisseurs institutionnels ont changé la nature des marchés, en particulier depuis que les limites ont été relevées. Des sociétés financières font valoir que ces flux ont accru le volume du marché et l'ont rendu plus liquide mais d'autres intervenants estiment que de par leur taille les ordres passés par ces investisseurs rendent le marché plus volatil et entraînent des variations de prix désordonnées. En août 2010, pendant la période de hausse du prix du blé, les cours du CME sont tombés et ont grimpé d'un extrême à l'autre en l'espace de deux jours. La fréquence des ordres est aussi mise en cause. Dans un éditorial récent, la CFTC a souligné que la spéculation parasite ne contribuait pas véritablement aux fonctions fondamentales du marché et qu'il fallait « serrer la bride » aux spéculateurs¹⁵.

22. La question des fonds passifs (fonds indiciels et swap dealers) est aussi en débat, les experts se disputant sur la question de savoir si ces fonds provoquent ou non une hausse chronique des cours et un phénomène de report important sur certains contrats à terme¹⁶. Dans son rapport de 2009 sur le commerce et le développement, la CNUCED affirme que l'apport massif d'argent par les fonds gérés a mis en défaut la théorie du marché efficace du fait que les ordres d'achat et de vente émanant des swap dealers et les fonds indiciels sont complètement détachés des fondamentaux que sont l'offre et la demande sur le marché réel¹⁷ et dépendent surtout de leur capacité d'attirer des souscripteurs. Malgré la fonction de transfert des risques que remplissent les marchés à terme (les gains et les pertes se compensent exactement), les fonds passifs ont réussi à créer et à vendre des options qu'ils présentent aux investisseurs institutionnels comme des investissements non classiques. La plupart des experts seraient toutefois d'accord pour dire que l'intervention des fonds passifs sur le marché n'a pas d'incidence sur la volatilité des cours car ces fonds n'interviennent que pour renouveler leur position et le calendrier de leurs interventions est annoncé à l'avance dans leurs prospectus. Sur le contrat blé du CME, les swap dealers entrent pour 40 pour cent environ dans les positions longues ouvertes, ce qui correspond à environ 27 millions de tonnes, soit deux fois et demie la récolte de blé tendre rouge d'hiver aux États-Unis. Les fonds gérés (qui comprennent des hedge funds actifs et des fonds indiciels passifs) représentent 20 autres pour cent (septembre 2010).

23. Pour lutter contre la volatilité, les marchés à terme ont recours aux limites de position et aux limites de prix. Mais on pourrait aussi introduire d'autres outils, et notamment:

- limiter le volume global des ordres passés au cours d'une période donnée;
- interdire les interventions excessivement fréquentes;
- appliquer des limites de position sur le mois en cours (spot) sur une période plus longue avant le mois de livraison;
- remplacer les contrats livraison physique par le règlement au comptant;

¹⁵ "Rein in the Cyber-Cowboys", Bart Chilton, CFTC Commissioner, *Financial Times*, 6 septembre.

¹⁶ La structure du marché se caractérise alors par le fait que chaque opération successive sur un contrat se négocie à un prix plus élevé que la précédente.

¹⁷ Trade and Development report, 2009, chapitre II « Financialization of Commodity Markets », CNUCED.

- régler les contrats chaque mois (livraison ou comptant);
- faire en sorte que les certificats de livraison et les récépissés d'entrepôt viennent à expiration un an au maximum après leur date démission;
- réduire les effets multiplicateurs en augmentant les marges;
- abaisser les limites de position actuelles.

24. Ces solutions ont chacune leurs inconvénients et toutes peuvent donner lieu à discussion. Les marchés s'opposeraient à nombre d'entre elles car certaines auraient pour effet de réduire les volumes échangés et donc les profits.

25. Une autre solution serait envisageable. Elle consisterait à proposer des contrats mondiaux qui mettraient en évidence le cours le plus bas, pour le blé, par exemple. La construction de ce contrat devrait être soigneusement pensée. Il existe cependant un précédent, le contrat Euronext liffe sur le sucre blanc (lancé en 1983), un contrat f.o.b avec livraison dans 41 pays sur cinq continents. Les marchés pourraient créer un contrat analogue pour le blé ou créer un indice qui serait établi à partir des cours du blé dans plusieurs grands pays producteurs, à savoir des pays comme la Chine, l'Inde, l'Argentine, le Canada, l'Afrique du sud et l'Australie, où les marchés à terme servent de mécanisme de formation du prix à la production, et pas seulement les États-Unis et l'Europe. De même, un indice comme celui publié par le Conseil international des céréales pourrait être étendu de manière à englober plus de pays. Un contrat mondial pour le blé pourrait permettre aux gouvernements de faire une analyse différente des cours sur les marchés à terme et d'assurer une meilleure transmission des prix jusqu'au producteur.

26. À cause des changements structurels que connaissent aussi bien les marchés à terme que le marché sous-jacent des produits agricoles, il est probable que tant les prix que la volatilité demeureront élevés dans l'avenir prévisible. Une hausse des prix sera d'ailleurs nécessaire pour susciter un accroissement de la productivité et encourager le développement des infrastructures. L'instabilité des cours, en revanche, est un problème qui peut être réglé par une action à la fois de la part des places boursières et de la part des autorités chargées de la réglementation. Enfin, il faut que la communauté mondiale commence à s'interroger sur la question de savoir si les marchés primaires des contrats à terme, tels qu'ils fonctionnent à l'heure actuelle, remplissent encore leur rôle de lieu de formation des prix et de transfert des risques pour les marchés sous-jacents ou s'ils sont devenus un lieu où s'affrontent des intervenants dans un jeu à somme nulle.