

10 questions sur le Financement des matières premières dans le contexte actuel

Rédigé le 25 août 2020

Dans le domaine des matières premières l'accès au financement est le nerf de la guerre. Une cargaison de pétrole de 200,000 tonnes coûte au prix du baril actuel plus de 65 millions de dollars. Le monde en consomme quelques 100 millions de barils par jour. Une cargaison de minerai de fer coûte de 25 à 40 millions de dollars. Une cargaison de sucre nécessite la mobilisation de quelques 25 millions de dollars. Le négoce de ces matières premières essentielles n'est ainsi possible que si le négociant dispose de larges liquidités. Et encore ne parle-t-on pas des besoins supplémentaires de financement pour assurer la couverture de ces opérations sur les marchés à terme. Dans le domaine du négoce, on travaille avec l'argent des autres. Et « les autres », ce sont principalement les banques. Alors lorsque l'on lit que telle ou telle a pris la décision de réduire ses activités comme c'est le cas pour la Société Générale, voire de se retirer de ces financements comme l'a annoncé à la mi-août le groupe hollandais ABN, lorsque la BNP et Rabobank annoncent réévaluer leurs activités, il faut être attentif. Simple redistribution des cartes, ou problème plus sérieux ? Faisons le point à travers les 10 questions que l'on doit se poser.

1. Qui finance le négoce ?

La réponse est simple : les banques. Mais pas toutes : le domaine du négoce international est complexe et le métier de négociant fort mal connu et peu compris de l'extérieur. Au fil du temps, certaines banques ont développé une bonne expertise et une bonne compréhension des dynamiques du négoce. Ce sont traditionnellement les grandes banques européennes. Les banques françaises (BNPP, SocGen, Calyon, Natexis notamment), les banques hollandaises (ING, Rabobank et jusqu'il y a quelques jours ABN), Deutsche Bank en Allemagne, StandChart, HSBC en Grande Bretagne. Les banques Suisses (BCG, BCV, Crédit Suisse, UBS) Les grandes banques américaines et

surtout Citi, et les principaux groupes bancaires Japonais (MUFG, SMBC). Il est à noter que l'essentiel de l'expertise est concentré en Europe, autour de Paris, Amsterdam, Genève et Londres et en Asie à Singapour.

On parle souvent des grandes banques de négoce (Goldman Sachs et Macquarie) mais ces dernières, sont peu ou pas actives dans le financement proprement dit mais sont elles-mêmes des négociants de produits physiques.

De nouveaux acteurs, souvent issus de pays émergents, sont apparus et notamment les Chinois (nécessité fait loi, la Chine étant le plus gros importateur de matières premières). Les banques locales sont ici et là très actives. A Singapour, grande place de négoce par excellence, on trouve DBS OCBC et UOB, mais dans la plupart des autres pays ou les banques locales financent le commerce de matières premières, elles le font soit pour le compte des grands acheteurs pour la distribution dans le pays, soit lorsqu'elles assistent les exportateurs de la production locale (c'est le cas du Brésil de l'Argentine, ou de l'Afrique).

On peut dire que le nombre de banques spécialisées dans le négoce international de matières premières ne dépasse ainsi pas une petite quarantaine. Cela n'empêche pas de plus petits intervenants de compléter cette offre (Trafigura a ainsi plus de 130 banques dans le monde) mais le cœur du réacteur est en définitive constitué par un club assez restreint. Sans lui, les banques suiveuses ne prendraient pas le relais.

2. Que s'est-il passé à Singapour ?

On dit que c'est lorsque la mer se retire que l'on voit qui porte un maillot de bain. Fin 2019, les marchés de matières premières étaient devenus particulièrement difficiles. Des conditions délicates à travailler, peu de volatilité. Sauf pour les grands intervenants qui peuvent naviguer en tout temps, la rentabilité n'était pas très forte. Dans le domaine agricole par exemple, même les plus grands n'ont pu dégager des profits importants. Les petits négociants furent de plus en plus agressifs pour tenir dans ces conditions et amenés à prendre des risques importants, souvent mal maîtrisés. Pour couvrir leurs pertes, le recours à la fraude est tentant. On finance une transaction deux fois voire plus. On mobilise des stocks nantis à d'autres prêteurs. Tout cela, les banques ne le virent pas, ni d'ailleurs les auditeurs.

Mais en 2020 les marchés s'affolent et ces échafaudages s'écroulent. La place de Singapour s'est évertuée, grâce à des avantages fiscaux très attractifs, à attirer tout le négoce régional avec en ligne de mire le modèle de Genève. Les grands du négoce s'y sont installés, mais aussi de nombreux petits groupes, chinois, malais, indonésiens, indiens ont créés des filiales de trading. La concentration et le poids dans l'économie de l'île-état sont massifs. Mais ces petits joueurs représentent en fait de grands risques. Ils sont en réalité, mal gérés, mal audités et mal analysés par les banques. Dans un contexte de la guerre du commerce international avec la Chine, d'une croissance incertaine et de marchés difficiles cela est déjà dangereux. Mais face à une crise économique sans précédent pour cause d'extinction des feux dans les pays développés pour endiguer la pandémie du Covid 19, ces sociétés se mettent à tomber les unes après les autres. Et avec elles les pertes des créanciers atteignent des sommets.

3. Pourquoi plusieurs banques prirent la décision de réduire leurs activités ?

La réponse rapide est que dans la banque, on ne goûte pas les pertes à répétition, et que si ces pertes entament par trop les résultats, surtout dans le cadre de fraudes massives, des questions se posent en haut lieu sur l'expertise des équipes « qui n'ont rien vu » et donc sur la pertinence de maintenir ce type d'activité. Au mieux donc les décisions de réduire de la toile s'ensuivent. Au pire, on décide de restructurer les activités ou de les abandonner.

Mais il est intéressant de remettre cette explication dans un contexte plus large. Le corpus réglementaire qui régit le monde bancaire international a en effet beaucoup évolué depuis les années 2000 et surtout après la crise financière de 2008. A l'époque, ce furent précisément les banques qui avaient failli et de nombreux pays ont dû intervenir pour éviter, après la crise des *subprimes* aux États-Unis, ce qui a été perçu comme un risque systémique. La faillite des banques est devenue un sujet de préoccupation tel que depuis lors, les contraintes réglementaires se sont multipliées pour s'assurer qu'elles disposent à tout moment d'un coussin de réserve financière qui garantisse leur survie à toute crise. Un dispositif qui fait aujourd'hui ses preuves, puisque dans l'ouragan de la grande récession que nous traversons, peu doutent de la solidité de leur système bancaire, au moins dans les pays développés.

De plus, outre ces contraintes, les banques ont vu leurs marges se réduire comme peau de chagrin avec des taux d'intérêt faible voire négatifs et des coûts de fonctionnement autour de la conformité et de la lutte anti-blanchiment qui n'ont fait que croître depuis 15 ans.

Dans le contexte de la plus grande récession depuis 1929, les banques sont donc obligées de revoir toute leur stratégie. Tous les secteurs sont touchés, et dans toutes les géographies. On comprend dès lors que ce qui est marginal, risqué et peu rentable va être remis en cause. Si telle est la perception de certaines banques du financement des matières premières, alors on ne doit pas être surpris des retraits annoncés et de ceux qui se font plus discret mais n'en sont pas moins réels.

4. La régulation des banques est-elle pro-cyclique ?

Les banques évoluent aujourd'hui dans un système extrêmement balisé, où mécaniquement le capital réglementaire nécessaire pour se prémunir d'une faillite bancaire, évolue en fonction de la perception de l'environnement de risque. Rêvons un peu : si nous étions dans un monde de forte croissance, avec des risques géopolitiques faibles, les banques seraient naturellement incitées à prêter plus au regard de leur capital. Seulement voilà : cela ne s'est jamais produit depuis la mise en place de ces règles... Et au contraire, les risques se multiplient depuis les années 2000, si bien que les banques, si elles veulent maintenir leurs volumes de prêts, sont contraintes « par le système » à mobiliser toujours plus de capital. Ajoutons à cela de nouvelles normes comptables dites IFRS 9, qui contraignent les établissements financiers à anticiper et provisionner aujourd'hui les pertes futures. Si les risques se dégradent ces provisions vont augmenter, des provisions qui bien sûr entament encore la rentabilité des capitaux propres (les provisions ne rapportent rien).

La pro-cyclicité de l'environnement réglementaire et comptable leur impose donc, à toutes, de revoir leurs priorités. Et ce au même moment ! Que vont-elles privilégier et que vont-elles devoir sacrifier ? C'est ainsi que se pose la question, car le statu quo n'est simplement pas possible et cela dépasse largement le contexte du financement des matières premières. Rentabilité des relations commerciales, rentabilité des risques de telle ou telle activité, pertinence du maintien d'une présence dans certains pays, tout cela fait actuellement l'objet de réflexion au sein de la plupart des grandes banques de la planète.

5. Le départ des unes est-il une aubaine pour les autres ?

Si toutes les banques sont en train de revoir leurs stratégies, toutes, fort heureusement pour l'économie mondiale, ne vont pas adopter la même. D'abord toutes les banques actives dans le secteur des matières premières ne sont pas touchées de la même manière par les pertes du secteur. Ensuite, ces pertes sont à relativiser par rapport aux performances passées de certaines, notamment celles qui sont actives dans le secteur depuis de très nombreuses années.

Cela dit, un secteur touché par de multiples faillites fait nécessairement l'objet d'une remise en cause. Les fraudes ou leur soupçon sont un puissant repoussoir pour les banques qui se sentent totalement démunies face à ce risque. En outre, le retrait de quelques grandes banques du secteur va motiver les régulateurs à poser des questions à celles qui n'auront pas pris cette décision. Ce type de requête va probablement mettre ces banques en face de leurs responsabilités : qu'est-ce qui motive leur confort par rapport à leurs concurrents ?

On l'aura compris, s'il est heureusement de nombreuses banques qui resteront actives dans le domaine des financements des commodités, il est tout aussi probable qu'elles seront incitées à la prudence et donc que d'une façon ou d'une autre, beaucoup réduiront leurs ambitions dans le secteur, au moins pour un temps.

Dans ce contexte, il est peu vraisemblable qu'un établissement choisisse le moment pour monter en puissance dans le secteur. Après tout, toutes sont logées à la même enseigne et les régulateurs ont le souci de la cohérence de leurs actions. Et donc, ils ne manqueront pas de demander à leurs administrés de préciser leur stratégie quant au négoce. Une exception probable cependant, celles des banques locales, comme à Singapour qui seront missionnées pour s'efforcer de combler les retraits des banques internationales. Cela est probablement aussi le cas des banques situées dans des pays où les matières premières revêtent un enjeu stratégique – on pense à la Chine par exemple.

6. Pourquoi dit-on que la rentabilité des banques dans ce secteur est faible ?

Plusieurs raisons pour cela. D'abord, les marges des négociants sont elles-mêmes faibles par rapport aux volumes traités et les montants unitaires des transactions sont rarement inférieurs à quelques millions dans le domaine agricole et plusieurs dizaines de millions de dollars dans l'énergie. L'essentiel de ces opérations sont financées par

les banques. Une société telle que Trafigura, pour un chiffre d'affaires de près de 172 milliards de dollars en 2019, affiche des frais financiers de 1,4 milliards. Un montant absolu considérable. La négociation avec les banques est donc serrée.

Mais du point de vue bancaire, ces revenus ne s'analysent pas seulement en montants absolus mais en montants relatifs. En fonction de la solidité financière de l'emprunteur, le montant des capitaux propres à mettre en face des risques varie. Plus la société est solide moins les banques ont à mobiliser de fonds propres pour une exposition donnée. Les banques raisonnent aujourd'hui essentiellement autour cette notion de rentabilité des capitaux investis (*return on equity* en anglais). En la matière, les négociants, s'ils ont vu leurs situations financières s'apprécier considérablement depuis 20 ans, restent néanmoins moins solides que beaucoup de sociétés industrielles. Peu d'entre elles ainsi bénéficient d'une notation équivalente ou supérieure à *investment grade*, BBB chez Standards and Poor ou Moody's.

Les banques pour améliorer ce retour sur capitaux investis recherchent des revenus non liés aux crédits, par exemple des commissions de services ou émanant d'opérations financières. Dans le jargon bancaire cela s'appelle *l'ancillary business*. Malheureusement, les négociants n'offrent que peu d'opportunité pour dégager de telles commissions (peu d'opérations obligataires ou de fusions/acquisitions ; des commissions opérationnelles très serrées).

Au total donc les financements au secteur des matières premières s'ils peuvent représenter des quanta de revenus importants, ne dégagent donc pas (ou rarement) un retour sur capitaux investi très élevé.

7. Assistons-nous à un phénomène systémique ?

Toutes les banques sont soumises aux mêmes règles, réglementaires et comptables. Il peut exister des nuances entre les États-Unis et le reste du monde mais, en définitive, au-delà des nuances, la logique en termes de traitement des risques est très similaire. Comme dit plus haut, la crise est globale et toutes les banques sont en train de revoir leurs stratégies de risque. Après les multiples faillites de Singapour Il est donc peu surprenant que plusieurs d'entre elles remettent le financement du négoce de matières premières en cause. L'effet de masse est important quand on sait combien les négociants dépendent des banques pour leur financement. Pour autant, on peut penser que toutes ne feront pas le choix d'abandonner le secteur. Par intérêt ou par devoir. Il ne faudrait pas cependant que d'autres faillites engendrant des pertes bancaires se produisent dans les prochains mois. La situation pourrait alors devenir plus critique. Lorsque l'on voit des établissements financiers comme Rabobank qui possède une connaissance et une culture des marchés agricoles quasi inégalée, annoncer une revue de leur stratégie dans les matières premières, on peut être inquiet. Donc pas de risque systémique pour l'heure, mais la crise n'est pas terminée...

8. Les fonds et investisseurs alternatifs peuvent-ils compenser le retrait des banques ?

C'est bien entendu la question sur toutes les lèvres. Les fonds de *trade finance* ont proliféré depuis une dizaine d'année et certains ont des portefeuilles de plusieurs

milliards de dollars. La réponse à cette question est probablement négative cependant et ce pour plusieurs raisons.

Ces fonds ont attiré des investisseurs dans un domaine qu'ils connaissaient peu : les risques commerciaux. L'argument était double : une forte rémunération du risque et un historique de défaut très faible. Mais prix élevé et risque faible forment un couple tout à fait mal assorti et pour tout dire invraisemblable. En réalité, les fonds pour assurer la rémunération promise aux investisseurs, ont privilégié des risques élevés, que les banques traditionnelles ne prenaient plus. On comprend dès lors que les portefeuilles des fonds de *trade finance* ne soient pas à la fête dans la crise actuelle : les défauts frappent d'abord les sociétés les plus fragiles – celles même qui acceptaient de payer des marges extrêmement élevées (6 % au grand minimum).

Mais les fonds ont un autre problème actuellement : les investisseurs sont comme tout le monde : ils lisent la presse économique et comprennent que les risques se dégradent et que les banques sont en retrait. Ce qui apparaît donc comme une opportunité en théorie se révèle à leur yeux une raison de prendre un peu de recul. Et comme la plupart des fonds proposent aux investisseurs l'option de sortir en 3 ou 6 mois, ces derniers en profitent pour tester le système. En ce faisant, ils créent une crise de liquidité pour les fonds qui alors même que leurs clients emprunteurs souffrent, doivent communiquer sur la diminution voire la suppression de lignes de crédit. Ceci va inmanquablement créer plus de défaut car un emprunteur qui sait qu'il ne pourra utiliser sa ligne de crédit à l'échéance de sa créance ne va pas se presser d'honorer cette dernière dans le contexte actuel.

Pour les investisseurs les plus courageux, il sera en outre hors de question d'accepter une baisse de la rémunération alors qu'ils escomptent plutôt une hausse généralisée des rendements compte tenu de la perception d'un risque plus élevé. Ceci est largement incompatible avec les marges des négociants et si certains d'entre eux pourraient se laisser convaincre, ce serait plutôt la démonstration de leurs difficultés, difficultés qui ne manqueraient pas de s'accroître s'ils devaient emprunter à des taux irréalistes.

9. Quel va être l'impact pour les négociants ?

Une vie plus compliquée et plus chère pour beaucoup. Les négociants en matières premières s'appuient pour développer leurs activités sur un matelas de liquidité important. Ces fonds leur sont en effet indispensables pour le commerce physique des commodités, mais également pour pouvoir développer les stratégies de couverture sur les marchés à termes. Ces stratégies peuvent s'avérer particulièrement consommatrices de cash lorsque les marchés sont secoués comme cela a été le cas en ce début d'année (il faut pouvoir faire face aux appels de marge), ou lorsque la configuration des marchés à termes est telle qu'il est attractif d'acheter au comptant, stocker et revendre à terme les produits physiques (le fameux contango).

Cette liquidité est constituée par le cash en main – la plupart des grands négociants disposent à tout moment de sommes importantes. Ainsi Glencore, dans son rapport sur les 6 mois de l'année en cours fait état de 1,4 milliards de dollars de cash, Trafigura de 6,7 milliards de dollars ! Ce trésor est complété par un ensemble de lignes bancaires

confirmées et non tirées, un enjeu stratégique pour les directeurs financiers de ces groupes.

Plus ce matelas est épais, meilleure sera l'adaptabilité du négociant à toutes les conditions de marché. Sa capacité de profiter de la volatilité des marchés et de s'assurer l'approvisionnement des chaînes de valeurs en tout temps dépend de cette puissance de mobilisation de liquidité.

On comprend dès lors que le retrait de plusieurs acteurs bancaires du jeu ne fasse pas du tout les affaires des négociants. S'il devait devenir systémique, il pourrait même mettre en péril les plus faibles d'entre eux. Soit parce qu'ils ne seraient plus financés et donc incapable de poursuivre leurs activités, soit parce qu'ils se verraient limités dans leurs capacités de prise de positions physiques et financières.

Bien entendu, les plus gros négociants de commodités devraient pouvoir traverser cette crise sans trop de difficulté, quoique la négociation des renouvellements des lignes de crédit (les fameuses RCF ou *revolving credit facilities*, ou les *borrowing bases*) va demander un peu de travail aux directeurs financiers pour convaincre et rassurer leurs banques et sans doute souvent un prix revu à la hausse. Mais pour les plus petits, l'affaire est toute autre. Les banques en réduisant leurs encours vont d'abord se préoccuper de leurs clients les moins stratégiques et ceux dont la notation (externe ou interne) est la moins bonne. Déjà, nombre de négociants de petite taille se sont émus sur la place de Genève auprès de l'association suisse des traders, la STSA du comportement négatif de leurs banques.

Une opportunité pour les plus grands négociants ? Certes, nous allons assister à un *flight to quality*, mais la question sera de savoir si les grands vont continuer à disposer de la même marge de manœuvre qu'avant la crise et au même prix. Si c'est probable aujourd'hui pour le *tier one*, cela va en vérité dépendre de la suite des événements. Si d'autres faillites interviennent, d'autres banques pourraient, à leur tour, entamer un retrait du secteur ou à tout le moins revoir leurs conditions.

En tout état de cause, moins de liquidité à destination du monde du négoce, ne peut qu'engendrer moins de souplesse et de rayon d'action pour les négociants. Et cela n'est bon pour personne quand il s'agit de matières premières qui représentent quelques 25 % du commerce mondial de marchandises, mais qui sont à l'origine des 75 % restant.

10. Et les producteurs dans tout cela ?

On oublie souvent que les producteurs de matières premières, particulièrement dans les pays en voie de développement, sont financés largement par les négociants qui s'efforcent ainsi de contrôler leurs sources d'approvisionnement. Pensons aux producteurs africains de coton ou de cacao, aux producteurs de café d'Amérique centrale, aux sucriers brésiliens, et aux producteurs de pétrole russes.

Si les liquidités des négociants se tarissent, il est probable que le phénomène se propage en amont vers ces producteurs, sans pour cela que les banques locales prennent effectivement le relai (ou alors dans des conditions souvent prohibitives). On

pourrait ainsi voir quelques grandes chaînes d'approvisionnement de matières premières se retrouver entravées dans leur fonctionnement, sinon – cas improbable – pour se mettre à l'arrêt, du moins pour montrer moins de souplesse et occasionner des blocages voire des tensions sur les prix, si les économies consommatrices repartaient franchement dans un monde post Covid. Mais cela est une autre histoire.