

La spéculation sur les marchés dérivés de matières premières déstabilise-t-elle les prix ?

Pierre-Noël Giraud

Professeur d'Economie à Mines ParisTech

18/11/2011

Conférence aux JECOs de Lyon

La spéculation sur les marchés dérivés de matières premières déstabilise-t-elle les prix ? Cette question, ayant été mise par la présidence française à l'ordre du jour du G 20, a suscité depuis un an nombre de réflexions et d'études, dont un rapport parlementaire très complet en France (Rapport Vautrin et Loos).

Mon propos est d'exposer de manière succincte comment se pose à mon avis le problème, les éléments de réponse dont on dispose aujourd'hui, et les voies de recherche et d'action qu'elles dessinent. Dans un premier temps nous rappellerons les raisons pour lesquelles les marchés compétitifs de matières premières, qu'elles soient minérales ou agricoles, sont « naturellement » fluctuants. Puis nous définirons en quoi consiste la « financiarisation » de ces marchés et quelles en sont les conséquences, avant de terminer par l'identification des questions qui restent ouvertes.

Fluctuations des marchés compétitifs de matières premières.

Deux raisons expliquent pourquoi les marchés de matières premières sont généralement très fluctuants, même sans marchés dérivés, même sans aucune intervention d'acteurs dits « financiers ».

La première est l'inélasticité, tant de la demande que de l'offre, au prix à court terme. En d'autres termes, quand les prix augmentent fortement, la production ne peut augmenter rapidement. Dans l'agriculture, il faut au moins attendre la récolte suivante, pour les matières premières minérales, il faut attendre le temps de développement et de mise en production de nouveaux gisements. La demande quant à elle ne commence à fléchir qu'à

partir de niveaux très élevés de prix, car on ne peut pas se passer des matières premières alimentaires, et les acheteurs de matières premières minérales sont prêts à payer des prix élevés pour se procurer du physique, puisqu'ils peuvent en général transférer les hausses de prix à leurs clients et ainsi de suite jusqu'à ce qu'elles se diffusent et s'atténuent dans l'économie tout entière. Inversement, quand les prix chutent, l'offre n'est réduite que quand les prix sont tombés en dessous des coûts opératoires des producteurs marginaux. Un niveau bien inférieur au prix qui serait nécessaire pour couvrir les frais fixes et par conséquent inciter à l'augmentation des capacités de production.

La seconde raison de l'instabilité des prix sont les fluctuations, d'une année sur l'autre, soit de la demande qui suit de manière généralement amplifiée les fluctuations économiques, soit de l'offre, pour les matières agricoles surtout en raison des aléas climatiques, et pour le pétrole ou d'autres matières premières minérales en raison d'évènements ou de décisions politiques.

Pour ces deux raisons, les marchés de matières premières compétitifs connaissent "naturellement" une succession de phases de prix déprimés entrecoupées de phases d'envolée des prix quand, le prix déprimé ayant entraîné un sous investissement et la demande augmentant, on atteint une saturation des capacités de production existantes, et une forte baisse concomitante des stocks disponibles.

On constate dans l'histoire que les seuls marchés de matières premières dont les prix ont été relativement stables furent des marchés cartellisés par un ensemble de firmes ou d'États producteurs, qui disposent de « capacités poumons » pour ajuster en permanence l'offre à la demande.

Des marchés « complets »

Cette fluctuation « naturelle » des prix explique pourquoi, sur les marchés de matières premières, ont été développés depuis fort longtemps, dès le XIXe siècle, des moyens de s'assurer aujourd'hui, (avant la récolte, par exemple) des prix futurs de la matière première. D'abord de simples

contrats à livraison différée, dit « forward ». Rapidement, l'innovation financière les a complétés ou transformés en contrats "financiers" (contrats à terme, options, swaps, etc) se dénouant pour l'essentiel sur le « marché papier », qui s'autonomise ainsi du marché physique tout en y restant étroitement lié en raisons des arbitrages dont nous allons parler. Tous ces instruments ont la même fonction: fixer aujourd'hui des prix pour différentes échéances dans l'avenir, et tous assurent que l'on pourra effectivement se procurer du physique à ce prix à l'échéance, si on ne souhaite pas dénouer le contrat juste avant sur le marché "papier". Les prix donnés par les instruments financiers ont donc toujours une existence "réelle" à l'échéance. Ils permettent par conséquent à tout opérateur long ou court sur le physique de se couvrir contre le risque de variation de prix. Sur ces marchés "futurs", la couverture et la spéculation sont les deux faces de la même médaille. En intervenant sur un marché futur de matières premières minérales, on peut « vendre » un risque de prix, ou au contraire l'acheter, c'est-à-dire spéculer. Tout acteur qui ne couvre pas systématiquement toutes ses positions physiques est un spéculateur. Plus grand le nombre de spéculateurs purs, plus grand le nombre des opinions différentes s'exprimant sur l'avenir. La question de savoir si, plus il existe de spéculateurs purs, plus le prix est instable reste une question non tranchée, comme on le verra ci dessous.

Un seul « prix » (une courbe de prix), reflétant la confrontation des anticipations

Les marchés de matières premières, du moins ceux disposant de contrats "forward" et d'instruments financiers, autrement dits de marchés dérivés, déterminent donc non pas un seul prix pour livraison immédiate, mais une courbe de prix. Si ces marchés sont "parfaits", aucun arbitrage inter temporel n'est possible. A chaque instant existent des transactions sur chaque échéance et elles déterminent l'ensemble de la courbe des prix futurs, à commencer par le prix du physique, c'est-à-dire le prix pour livraison immédiate dans un entrepôt donné. Il n'y a en vérité qu'un seul

marché. Si par exemple les anticipations des acteurs sur le prix dans trois mois varient, faisant varier le prix du contrat à terme et des options à trois mois, des arbitrages entre le physique et toutes les échéances vont modifier toute la courbe de prix, y compris le prix au comptant du physique.

Ce sont donc les anticipations de l'ensemble des acteurs du marché sur l'ensemble des prix futurs qui forment la courbe des prix, dont le prix du physique au comptant. C'est ainsi que fonctionnent les marchés de commodités "complets", indépendamment du nombre, de la nature et des motivations de ceux qui y interviennent. Abordons maintenant la question des intervenants sur les marchés.

La financiarisation des marchés.

Quels sont les acteurs qui interviennent, à l'achat et à la vente, sur ces marchés «complets » de matières premières ? La plupart des études cherchant à cerner le rôle de la spéculation distinguent deux catégories d'acteurs. Les acteurs dits "commerciaux", qui interviendraient à la fois sur le physique et sur les échéances futures, mais sur ces dernières, surtout pour se couvrir. Ce sont les producteurs, les négociants, tous les détenteurs de stocks dans la filière, les transformateurs. Quant aux acteurs dits "financiers", on les définit comme ceux qui n'interviendraient que, ou principalement, sur les marchés dérivés, où ils prendraient pour l'essentiel des positions spéculatives. Il s'agit des investisseurs institutionnels, des banques d'affaires, des « swap dealers » c'est-à-dire des banquiers qui vendent des swaps de gré à gré et se couvrent sur les marchés organisés (le contraire d'une position spéculative, remarquons-le). Récemment, en particulier pour les matières premières minérales, se sont développées des instruments appelés «*Exchange Traded Commodities*», ETC, qui sont en fait des "*trackers*" (traceurs) du prix d'une commodité ou d'un indice de prix des commodités. Ils sont proposés par des acteurs financiers qui interviennent à la fois sur le marché physique et sur les marchés dérivés pour se couvrir.

Désormais, potentiellement n'importe qui, même un épargnant individuel via un ETC, peut intervenir, en fonction de ses anticipations sur les prix futurs, à la fois sur le physique et sur tous les instruments financiers. Quand aux grandes banques d'affaires, intervenants majeurs sur les instruments financiers, elles possèdent aussi des stocks physiques qu'elles utilisent en arbitrage. Ce point est fondamental.

Ce qu'on appelle généralement financiarisation, c'est un double phénomène :

1. l'augmentation, en valeur absolue et surtout relative, du nombre des acteurs dits « financiers » par rapport au nombre des acteurs dits « commerciaux ».
2. l'augmentation et la sophistication du nombre des instruments disponibles pour exprimer une anticipation sur les prix. C'est le cas par exemple des ETC.

Or cette distinction commerciaux/financiers n'est pas satisfaisante, car elle suppose une différence de comportement, voire d'information, entre eux. En particulier, on suppose que les secteurs commerciaux interviennent essentiellement en couverture tandis que les acteurs financiers prendraient des positions systématiquement spéculatives.

Cette hypothèse est très contestable. Quelle différence y a-t-il par exemple entre un trader d'une compagnie pétrolière et un spécialiste du pétrole dans une banque d'affaires, agissant pour sa banque ou pour le compte d'investisseurs ? Ce sont tous deux des professionnels très expérimentés, ayant accès au même type d'informations et visant le même but : la maximisation du rendement à risque donné. Tous deux interviennent à la fois sur les marchés physiques et sur les marchés dérivés. Tous deux arbitrent en permanence et se couvrent ou spéculent, selon les moments et selon leurs intérêts.

Les seules différences sur entre eux pourraient porter sur:

1. Leur attitude face aux risques.

Mais cette différence ne recouvre pas la distinction commerciaux / financiers, elle traverse ces deux groupes : un

fonds de pension n'a pas la même attitude face au risque qu'un « *hedge fund* ».

2. Éventuellement leur taille, si elle leur donne accès à un pouvoir de marché.
3. Enfin l'existence possible d'asymétries d'information, faisant de certains d'entre eux des « initiés », acteurs mieux informés que d'autres ou informés avant les autres.

Dans les deux derniers cas, il s'agirait d'une « imperfection de marché », il y aurait donc matière et justification à intervention publique pour la réduire.

Ce qu'on appelle la financiarisation des marchés n'est donc pas l'apparition de deux groupes d'acteurs différents par leur comportement, mais en vérité une forte augmentation quantitative des acteurs qui ont la possibilité d'exprimer sur les marchés, avec des coûts de transactions extrêmement faibles, leurs anticipations sur l'évolution des prix futurs. Mais il ne me paraît ni possible, ni pertinent, d'identifier entre eux des différences autres que : leur attitude face au risque, leur degré d'information et leur pouvoir de marché s'il existe.

On trouve ainsi des fonds de retraite qui investissent dans des instruments dérivés de matières premières pour diversifier leurs portefeuilles, avec une intention de détenir des positions longues pendant des années. Il existe des acteurs tout aussi « financiers », comme des fonds spéculatifs, qui se contentent d'arbitrer et de prendre des positions ouvertes (spéculatives donc) à très court terme, ce que peut faire aussi le trader d'une firme maniant du « physique ».

On est donc renvoyé à une question fort difficile : comment se forment les anticipations qui font les prix des matières premières ?

Anticipations et prix

Les facteurs déterminant l'évolution future des prix des matières premières sont relativement simples à définir et sont pour la plupart observables même si c'est avec retard et de manière imparfaite. Il s'agit

des facteurs qui affectent les flux de production et de consommation et donc le niveau des stocks disponibles. Affectent les flux de production, pour les matières premières agricoles : les variations climatiques, les surfaces emblavées, les décisions de politique agricoles ; pour les matières premières minérales : les fermetures et ouvertures des mines et des puits, les engorgements logistiques, ainsi que des grèves ou événements politiques. Affectent les flux de consommation : essentiellement la conjoncture économique par grandes zones consommatrices. En prenant des positions de couverture ou de spéculation sur les échéances futures, tous les acteurs, qu'ils soient commerciaux ou financiers, peuvent exprimer leurs anticipations « rationnelles » quand à l'évolution de ces facteurs « fondamentaux » et leurs conséquences sur les prix.

Cependant sur ces marchés, comme sur tous les marchés financiers, ce comportement « fondamentaliste » qui fonde ses anticipations sur l'observation (incomplète et retardée, ce qui fait que le pari sur l'avenir est inéluctable) des « fondamentaux », n'est pas plus « rationnel » que le comportement « chartiste », qui se préoccupe de prévoir avant tout le monde les envolées et les retournements de bulles fondées sur le mimétisme des anticipations !

Il est donc incontestable qu'il existe, dans un système de marché complet, des possibilités de « bulles spéculatives rationnelles » dont le moteur, fort bien décrit par Keynes, est que sur ces marchés qui font « commerce de promesses » (Cf., de l'auteur : « Le Commerce des Promesses » Points-Seuil, 2009), qui donc donnent un prix à l'avenir, il est préférable d'avoir tort (par rapport à l'évolution des fondamentaux) avec tout le monde que raison contre tous... à condition de sortir à temps !

Principaux résultats des études empiriques sur les conséquences de l'augmentation du nombre d'acteurs sur les marchés complets de matières premières.

La plupart de ces études se fondent sur la distinction acteurs

commerciaux / financiers. On l'a dit, cette distinction est à notre avis peu pertinente. Quand on l'utilise, on ne parvient pas à répondre à la question : la spéculation déstabilise-t-elle le marché, puisque la spéculation est en partage entre les deux catégories d'acteurs. Ce qu'on constate cependant, pour les matières premières minérales et pour le pétrole en particulier, c'est qu'on n'a pas réussi à mettre en évidence un rôle spécifique de l'augmentation du nombre des acteurs potentiellement spéculateurs sur les fluctuations des prix à partir de l'année 2004.

Questions ouvertes

Une première question, de nature théorique, reste ouverte. C'est la question, en vérité ancienne s'agissant des marchés financiers, de savoir si l'augmentation du nombre des intervenants et l'augmentation du nombre et de la complexité des instruments accroît ou au contraire réduit les fluctuations des prix.

Sur le plan théorique, la controverse n'est pas tranchée, puisqu'on peut construire des modèles où, soit l'augmentation du nombre de spéculateurs est stabilisatrice (Milton Friedman), soit au contraire déstabilisatrice (Roger Guesnerie).

La véritable difficulté dans ces modèles, et donc dans les modèles d'évolution des prix des commodités, est de formaliser les anticipations. Comment se forment-elles ? On est ici au coeur des difficultés, non pas seulement de la compréhension des prix des matières premières, ni même des prix des titres financiers, mais des prix en général. C'est une question absolument centrale de l'économie dans son ensemble.

Une deuxième catégorie de questions, de nature empirique, se pose. Elles aussi restent encore largement ouvertes.

En effet, les marchés de commodités minérales ne sont pas parfaits au sens de la théorie. Ces imperfections peuvent venir d'asymétries d'information ou de situations de pouvoir de marché, dans lesquelles un petit groupe d'acteurs peut, en faisant varier ses achats et ses ventes, influencer les prix.

L'identification de ces imperfections, de leur ampleur et de leurs conséquences sociales peut justifier l'intervention publique.

Les propositions faites dans le cadre du G20 visent à réduire ce type d'imperfections. Les experts concluent qu'il faut avant tout augmenter la « transparence », c'est à dire réduire les asymétries d'information, tant des marchés physiques que financiers, et combattre les abus de positions dominantes en réglementant mieux. Ce sont d'excellentes intentions. On peut douter de leur applicabilité dans le monde du physique, où le montant des stocks ou des contrats peuvent être traités comme des secrets commerciaux. On peut douter aussi qu'elles parviennent à autre chose qu'à réduire l'instabilité à la marge. Car aucune de ces mesures n'est susceptible d'atténuer les causes fondamentales de l'instabilité des marchés des matières premières, qui, on l'a dit, se trouvent dans les déséquilibres du marché physique. La complétude des marchés et l'augmentation du nombre des intervenants ayant un rôle ambigu sur l'amplification de ces fluctuations.

C'est d'abord au niveau du physique qu'il faudrait intervenir, au moins dans les cas où les fluctuations ont des conséquences sociales et politiques jugées graves, c'est-à-dire pour l'essentiel : éviter les flambées des prix des commodités agricoles.

On ne voit pas, dans ce domaine, comment intervenir autrement que :

1. à court terme en constituant des stocks de sécurité et en réglementant les usages non alimentaires des terres, et
2. à plus long terme, en lançant d'ambitieuses politiques agricoles, en particulier en Afrique, ce qui suppose le retour de pratiques de stabilisation des prix internes, voire de subventions provisoires locales des agricultures paysannes.