

Spéculation sur les prix des matières premières : mythe ou réalité ?

La spéculation et la financiarisation des marchés des matières premières sont souvent mises en cause pour expliquer les mouvements de prix. L'analyse montre toutefois que l'influence de la spéculation est souvent exagérée. *Olle Östensson*

Abrégé Certaines voix critiques estiment que la spéculation sur les matières premières aurait augmenté et que les marchés se seraient « financiarisés ». Ces deux phénomènes auraient engendré des mouvements de prix anormaux pour les produits de base. Or, la littérature montre tout d'abord que les prix des marchés ne se détachent pas du commerce physique. Deuxièmement, la financiarisation qui touche le commerce des matières premières a diminué en raison des réglementations instaurées après la crise financière de 2008. Enfin, il existe peu de preuves que les fonds indiciels ont déstabilisé le marché.

Une croyance répandue veut que la spéculation soit un facteur important d'influence des mouvements de prix des matières premières. Des voix estiment également que la spéculation s'est renforcée du fait de la « financiarisation » des marchés des matières premières, sous-entendant que les banques et autres institutions financières sont devenues des actrices plus importantes sur ces marchés.

Mais qu'en est-il réellement ? Cet article analyse trois mythes qui entourent régulièrement le négoce des matières premières.

Des prix déconnectés du réel ?

Selon un premier mythe, les prix des marchés à terme peuvent se détacher du commerce physique. De nombreuses matières premières sont en effet négociées en bourse sous forme de contrats à terme, qui permettent d'acheter ou de vendre des produits livrés à une date ultérieure. Cette pratique permet aux acteurs du marché de se protéger contre des variations défavorables de prix : un producteur peut par exemple fixer un prix spécifique aujourd'hui pour une livraison prévue dans quelques mois. Cependant, il faut que quelqu'un d'autre soit disposé à prendre la contrepartie et à acheter à ce prix-là : c'est là

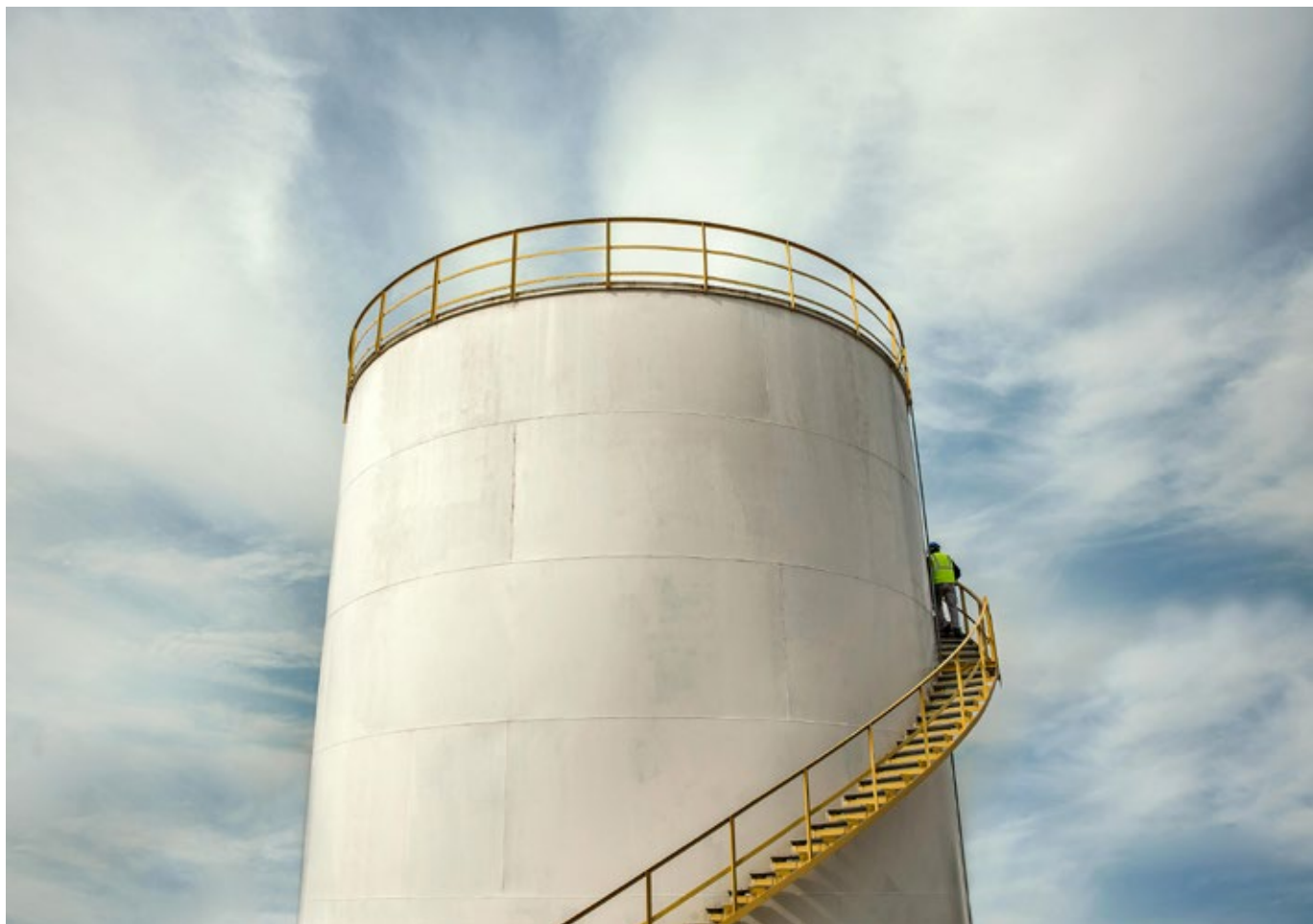
qu'intervient le spéculateur, qui parie que le prix évoluera d'une façon avantageuse pour lui. Le spéculateur n'a pas vraiment l'intention d'acheter le produit physique – il liquidera le moment venu son contrat contre un paiement.

Il est ainsi possible que les spéculateurs fassent monter les prix des contrats à terme. Cependant, s'il n'y a pas de pénurie réelle de matières premières, les prix à long terme vont augmenter par rapport aux prix à court terme. Le spéculateur achètera toujours à terme, parce qu'il n'a pas besoin du produit physique : il espère uniquement que le prix payé aujourd'hui évoluera à la hausse et lui permettra de réaliser un bénéfice plus tard.

En l'absence d'une pénurie réelle, la montée des prix à terme aura pour conséquence que les stocks vont augmenter, car les détenteurs de matières premières physiques veulent vendre lorsque le prix à terme est élevé plutôt qu'à un prix au comptant moins avantageux : la différence entre ces deux prix finance le stockage. Or l'augmentation du stockage – qui diminue la quantité des produits disponibles – entraînera une hausse du prix au comptant, jusqu'à effacer la différence avec le prix à terme. C'est ce lien avec le marché physique qui distingue les marchés des matières premières des marchés purement financiers. Il met un frein à la spéculation – à moins que le spéculateur ne thésaurise physiquement les matières premières.

La financiarisation tend à diminuer

Un deuxième mythe veut que la financiarisation des marchés des matières premières soit un nouveau phénomène en pleine augmentation. Les institutions financières étaient



Les spéculateurs parient sur l'évolution future des prix des matières premières, comme le pétrole.

traditionnellement impliquées dans le financement des spéculateurs et négociaient parfois pour leur propre compte. Après la parution de plusieurs études¹ et ouvrages populaires² dans les années 1990 et 2000 affirmant qu'il y avait une faible corrélation entre les prix des matières premières et ceux des autres actifs, des investisseurs comme les fonds spéculatifs ont investi dans les matières premières et la financiarisation a augmenté.

Les banques ont toutefois cessé de négocier les matières premières après 2014. Elles ont en effet dû adapter leurs pratiques en raison des réglementations mises en place après la crise financière de 2008, et la financiarisation a diminué³.

Quel rôle des fonds indiciels ?

On entend parfois que la spéculation de la part des fonds indiciels serait particulièrement

importante. Ceux-ci auraient engendré des augmentations dramatiques de prix en 2007–2008. C'est le troisième mythe. Les fonds indiciels ont été créés pour répondre aux besoins des investisseurs désireux de tirer profit de l'augmentation des prix des matières premières sans investir directement dans les produits «physiques». Ces investisseurs ont acheté des «indices de matières premières», des produits financiers principalement proposés par des banques et censés refléter les variations des prix des matières premières.

Les banques protègent généralement leur exposition en achetant des contrats à terme sur des matières premières dans des volumes identiques au volume d'indices qu'elles ont vendus. Elles achètent un contrat à terme fixant par exemple la livraison à trois mois, puis le revendent deux mois plus tard : elles peuvent ainsi maintenir leurs actifs à un niveau stable sans jamais prendre livraison des

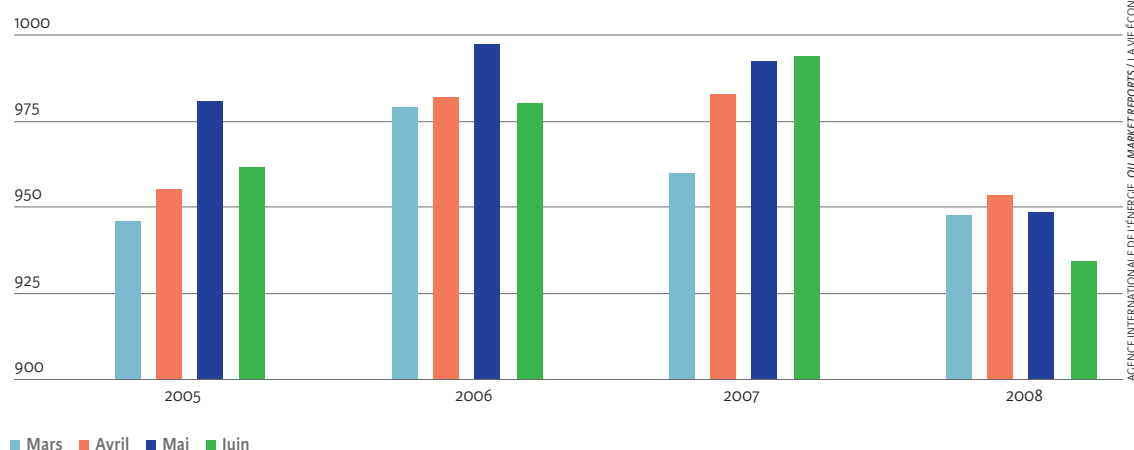
¹ Voir par exemple Froot (1995) ainsi que Gorton et Rouwenhorst (2006).

² Par exemple Anson (2006).

³ Voir Bianchi et al. (2020).

III. 1. Stocks de pétrole dans l'OCDE (2005–2008)

1025 millions de barils de Brent



produits, ce qui leur permet d'être protégés en tout temps. Certaines voix ont avancé que les fonds indiciels auraient déséquilibré le marché en achetant de grandes quantités de contrats.

De nombreuses études universitaires⁴ ont examiné le rôle de la spéculation et en particulier celui des fonds indiciels. Les conclusions varient. Certains chercheurs ont trouvé des indications selon lesquelles la spéculation influencerait temporairement le prix de certaines matières premières. Plusieurs méta-analyses⁵ regroupant les résultats d'un panel d'études ont conclu que la plupart de ces

études n'avaient trouvé que peu de preuves d'une déstabilisation.

Il n'est pourtant pas nécessaire d'être économètre pour comprendre les fonds indiciels. D'autres preuves sont disponibles, en particulier pour le pétrole brut, qui était au cœur du débat.

Le reflet d'une véritable pénurie

Comme expliqué précédemment, les stocks augmentent si les hausses de prix à terme sont dues à la spéculation. Or, l'évolution du prix des stocks de pétrole en 2005–2008 montre tout

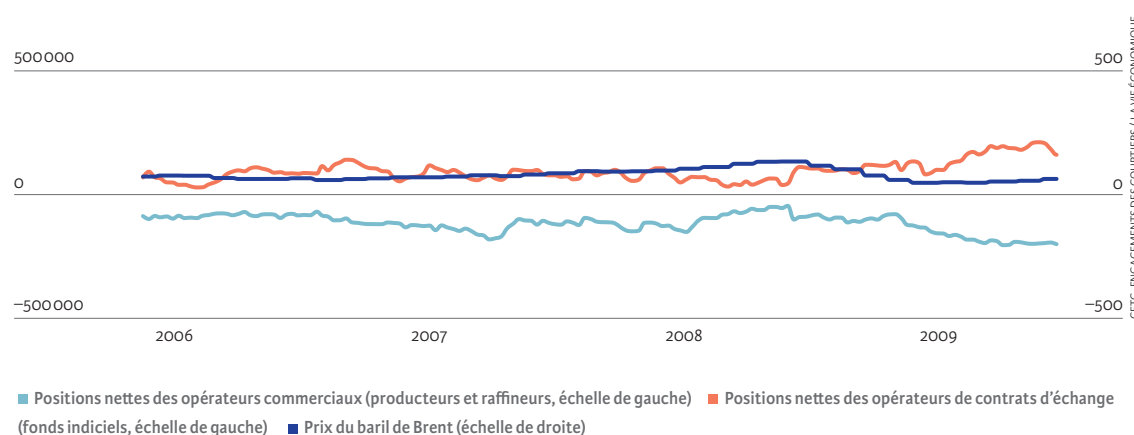
4 Voir par exemple Irwin et Sanders (2010) et Andreasson et al. (2016).

5 Voir notamment Haase et al. (2016) et Boyd et al. (2018).

III. 2. Évolution des marchés à terme du pétrole brut (juin 2006 – mai 2009)

1 000 000 Nombre de contrats

Prix du baril de Brent (en dollars) 1000



autre chose. Quand les prix ont explosé en 2008, les stocks étaient faibles et ont diminué au printemps, qui est normalement la saison où les raffineries les accumulent (voir *illustration 1*). C'est cela qui a provoqué la forte augmentation des prix, et non les activités de quelques fonds indiciels. La diminution des stocks a reflété une véritable pénurie physique.

Les données sur les positions commerciales nettes publiées aux États-Unis par l'Autorité américaine de réglementation des marchés de produits dérivés (CFTC) fournissent une indication supplémentaire (voir *illustration 2*). On peut distinguer trois types de courtiers en pétrole brut rapportés à la CFTC, dont deux nous intéressent ici : la catégorie « commerciale » comprend les producteurs et les raffineurs ; celle des opérateurs de contrats d'échange (« swap dealers ») regroupe quant à elle essentiellement des fonds indiciels.

La position nette des opérateurs de contrats d'échange (c'est-à-dire les investissements que ces négociants font sur un marché, en l'occurrence celui du pétrole brut) est restée pratiquement constante en 2006 et 2007, puis a quelque peu diminué lorsque les prix ont atteint un pic

mi-2008. Or, si les fonds indiciels avaient été le moteur des augmentations des prix, leurs positions nettes auraient augmenté. Les positions des participants « commerciaux » au marché, c'est-à-dire des producteurs et des raffineurs, sont quant à elles restées plus en ligne avec les mouvements de prix du brut.

En conclusion, il apparaît que la spéculation sur les contrats à terme influence faiblement les prix des matières premières. Seul le contrôle des matières premières physiques permet aux spéculateurs de profiter des fluctuations de prix. Mais il s'agit là d'une opération à la fois chère et risquée.



Olle Östensson

Consultant indépendant et chargé de cours de commerce de produits de base, Faculté d'économie et de gestion, Université de Genève

Bibliographie

- Andreasson P., Bekiros S. et Salah Uddin G. (2016). « Impact of speculation and economic uncertainty on commodity markets ». *International Review of Financial Analysis*, 43, 115–127.
- Anson M. J. P. (2006). *Handbook of Alternative Investments*. Hoboken, John Wiley & Sons.
- Bianchi R. J., Fan J. H. et Todorova N. (2020). « Financialization and de-financialization of commodity futures: A quantile regression approach ». *International Review of Financial Analysis*, 68.
- Boyd N. E., Harris J. H. et Li B. (2018). « An update on speculation and financialization in commodity markets ». *Journal of Commodity Markets*, 10, 91–104.
- Froot K. A. (1995). « Hedging Portfolios with Real Assets ». *Journal of Portfolio Management*, 21 (4), 60–77.
- Gorton G. et Rouwenhorst K. G. (2006). « Facts and Fantasies about Commodity Futures ». *Financial Analysts Journal*, 62 (2), 47–68.
- Haase M., Seiler Zimmermann S. et Zimmermann H. (2016). « The impact of speculation on commodity futures markets—A review of the findings of 100 empirical studies ». *Journal of Commodity Markets*, 3, 1–15.
- Irwin S. H. et Sanders D. R. (2010). « The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets: Preliminary Results ». *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers*, N° 27, OECD Publishing.