

Spéculation et prix des matières premières sur les marchés à terme

Depuis des années, les contrats financiers liés aux matières premières et considérés comme des classes d'actifs sont sous le feu de la critique. La «spéculation» qui leur est associée doperait durablement les prix des matières premières, prétend-on. Cette corrélation n'est cependant prouvée ni dans la littérature spécialisée, ni dans nos propres études empiriques.



Le négoce en bourse des matières premières agricoles, comme le soja, est un sujet qui suscite l'émotion, parce qu'on l'associe aux hausses de prix et aux famines. Du point de vue scientifique, il est cependant douteux que cette corrélation existe.

Photo: Keystone

L'influence de la spéculation sur la formation des prix dans les marchés au comptant et à terme des matières premières fait depuis toujours l'objet de vives controverses dans le grand public¹. Il s'agit de savoir si les investissements dans les contrats financiers liés aux matières premières ont pour effet de dopper les prix et s'ils sont responsables – ou du moins coresponsables – de la hausse souvent forte des prix des denrées alimentaires et des matières premières observée ces dernières années. À première vue, certains arguments étayaient cette corrélation. Ainsi, au cours de la

dernière décennie, le volume des échanges et donc celui des contrats financiers sur des matières premières ont fortement augmenté en même temps que les prix². Ce parallélisme n'implique cependant pas forcément un lien de cause à effet.

L'étude objective de la question est rendue encore plus difficile par le fait que, dans le grand public, la discussion est unilatérale et manque d'objectivité: on est proche d'un acte de foi. Quand on renvoie à des études scientifiques, le choix est généralement orienté. De nombreuses organisations de la société civile mènent une vaste campagne contre les investisseurs et les prestataires de services financiers. Ceux-ci sont accusés d'influencer les prix des denrées alimentaires en spéculant et d'être ainsi directement coresponsables de la faim dans le monde. D'un côté la faim, de l'autre la spéculation et les banques: il n'y a presque pas d'autres sujets sur lesquels les préjugés émotionnels s'affrontent aussi brutalement.

Cela a notamment abouti à ce que plusieurs grandes banques européennes renoncent à investir dans les contrats agraires. Le

1 Le travail d'A. Fröchtling, «Über den Einfluss des Getreideterminhandels auf die Getreidepreise», *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 37, mai 1909, pp. 577–622, fournit une base de comparaison instructive à tous les égards avec la discussion actuelle.

2 Les contrats financiers indexés («Commodity Index Trading», CIT, sous forme de produits structurés ou de parts de fonds cotés en Bourse, ETF) jouent ici un rôle particulier.



Marco Haase
WWZ, université de Bâle



**P^r Yvonne Seiler
Zimmerman**
IFZ, Haute école de
Lucerne



P^r Heinz Zimmermann
WWZ, université de Bâle

débat n'influence pas seulement l'opinion publique, mais aussi – et directement – le raisonnement politique qui, faute d'arguments solides, débouche sur la reprise irréflechie de règles internationales dans les législations nationales. Or, la manière dont la Suisse règlera son commerce des matières premières et le régime des placements financiers liés à ces dernières est primordiale pour sa compétitivité par rapport à l'UE et aux États-Unis.

L'initiative populaire contre la spéculation sur les denrées alimentaires

En Suisse, cette discussion a connu un regain d'actualité, en particulier grâce au lancement de l'initiative *Non à la spéculation sur les denrées alimentaires*. Le texte veut interdire constitutionnellement aux intermédiaires financiers, investisseurs institutionnels et gestionnaires de fortune d'investir directement ou indirectement, en leur nom ou pour leur clientèle, dans des instruments financiers se rapportant à des matières premières agricoles et aux denrées alimentaires. Il en va de même pour la vente des produits structurés correspondants (libellé de l'article constitutionnel proposé). Le but de l'initiative est de lutter contre la faim dans le monde. Or, on ne sait pas réellement si l'augmentation des prix des denrées alimentaires est avantageuse ou désavantageuse pour la population d'un pays en développement³.

Que disent les études scientifiques?

Diverses études scientifiques ont cherché à savoir si les investisseurs financiers – ou, au sens plus étroit, les investisseurs dits indicieux – influencent la formation des prix des matières premières soit directement, sur les marchés au comptant, soit indirectement, par les marchés à terme. La plupart d'entre elles ne décèlent pas de lien de cause à effet entre l'augmentation du nombre des investisseurs indicieux et les hausses ou la volatilité des prix.

On constate, en revanche, une corrélation croissante entre la variation des prix des denrées alimentaires ou des matières premières agricoles et celle du pétrole brut ainsi que les marchés financiers, comme ceux des actions et des devises. Il n'y a cependant pas unanimité quant aux facteurs sous-jacents, qui pourraient être par exemple l'augmentation des produits indexés, l'importance grandissante des investisseurs financiers sur les marchés à terme des matières premières, ou encore la demande croissante en biocarburants.

On aura un aperçu relativement complet de 35 travaux de recherche récents dans l'en-

quête de *Pies et al. (2013)*⁴, qui met particulièrement en lumière la diversité de leurs conclusions. La majorité des études dépeignées ne trouvent, toutefois, aucune preuve permettant de conclure que les investisseurs indicieux ont un effet dopant ou déstabilisant sur les prix. Le survol de la littérature spécialisée de *Brümmer et al. (2013)*⁵ se consacre surtout aux origines de la volatilité des prix dans le domaine des «soft commodities» (matières premières agricoles et denrées alimentaires), qu'elles évoluent dans l'économie réelle ou l'industrie financière. Les auteurs discutent avant tout des difficultés méthodologiques qui surgissent lors de la définition et de la mesure de la spéculation, ainsi que dans l'attribution d'effets dopants la volatilité. D'autres aperçus révèlent même majoritairement un impact stabilisateur des investisseurs financiers sur les fluctuations de prix⁶. De récentes études sont particulièrement probantes. Elles s'appuient sur une banque de données non publique, la *Large Trader Reporting System Database* gérée par la *U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, qui permet une analyse beaucoup plus détaillée des positions à terme de chaque acteur du marché. L'influence du négoce des indices (CIT) peut être analysée plus directement, par exemple. Les conclusions⁷ ne démontrent cependant pas d'influence significative sur l'orientation des prix à terme, mais plutôt une influence variable – tantôt dopante, tantôt modératrice – sur leur volatilité.

Si l'on en croit les études parues à ce jour, il n'y a pas de base empirique ou de justification économique qui permette d'entraver le négoce ou d'empêcher les investissements en limitant les positions, en imposant les transactions ou en prononçant des interdictions. Un regard sur le passé peut nous éclairer.

La fermeture de la bourse des opérations à terme produit l'effet contraire

Depuis toujours, les marchés à terme ont concentré la critique quand la discussion portait sur la formation des prix des matières premières. Ils ont fait l'objet de querelles politiques. L'«expérience berlinoise» est une excellente démonstration des conséquences d'une régulation excessive. À la fin du XIX^e siècle, la bourse des céréales (au comptant et à terme) de Berlin était considérée comme l'une des plus importantes d'Europe. À la suite de récoltes catastrophiques en Russie et aux États-Unis, en 1891, les prix du blé et les fluctuations augmentèrent fortement, y compris dans l'Empire allemand. Les campagnes publiques contre la spéculation sur les prix agricoles ainsi que la loi sur la

3 Un bon exemple est la demande croissante de quinoa dans le monde, qui en a fait flamber le prix. Les revenus des paysans boliviens et péruviens se sont améliorés. De surcroît, la FAO a déclaré 2013 «Année internationale du quinoa», en argumentant que cette plante avait une place importante dans la lutte mondiale contre la sous-alimentation et la malnutrition.

4 I. Pies, S. Prehn, T. Glauben et M.G. Will, *Speculation on Agricultural Commodities: A Brief Overview*, Diskussionspapier 2013-14, université de Halle 2013.

5 B. Brümmer, O. Korn, K. Schlußler, T. J. Ouighdani et A. Saucedo, *Volatility in the After Crisis Period – A Literature Review of Recent Empirical Research*, Ulysses Working Paper 1, avril 2013.

6 Pour un aperçu (y compris de nos travaux), voir C. Gilbert et S. Pfuderer, «The Financialization of Food Commodity Markets», à paraître dans R. Jha, T. Gaiha et A. Deolalikar (éd.), *Handbook on Food: Demand, Supply, Sustainability and Security*, Edward Elgar Publishing, 2013.

7 Des enquêtes mentionnées, l'échantillon le plus large est couvert par N. Aulerich, S. Irwin et P. Garcia, *The Price Impact of Index Funds in Commodity Futures Markets: Evidence from the CFTC's Daily Large Trader Reporting System*, Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign, 2010.

8 M. Haase, Y. Seiler et H. Zimmermann, *Permanent and Transitory Price Shocks in Commodity Futures Markets and their Relation to Storage and Speculation*, SSRN-Working Paper, WWZ Uni Basel, mars 2013.

9 H. Working, «Speculation on Hedging Markets», *Food Research Institute Studies*, 1, 1960, pp. 185–220.

Tableau 1

Tableau d'ensemble des résultats

[A] Matière première	[B] Corrélation ^a		[C] Direction d'influence ^b	
	Echéance court <=> long	Si donnée: court -> long / long -> court	Spéculation -> permanente	Spéculation -> transitoire
Maïs CBOT	oui		oui	non
Graines de soja CBOT	oui		non	non
Huile de soja CBOT	non			
Blé CBOT	oui		non	non
Cacao ICE	non			
Café ICE	non			
Coton ICE	oui	•	non	non
Jus d'orange ICE	non			
Sucre ICE	oui		non	non
Demi-cochon CME	non			
Bœuf sur pied CME	oui		non	non
WTI pétrole brut NYMEX	oui		non	non
Mazout NYMEX	oui		non	non
Gaz naturel NYMEX	oui		non	non
Cuivre COMEX	non			

a Corrélation entre prix des contrats à court et long termes (à gauche) et «leadership» en matière de prix (à droite). Méthode: analyse de la cointégration, correction des fautes.

b Effet de la spéculation sur la formation permanente ou transitoire des prix. Méthode: causalité de Granger.

Source: Haase, Seiler, Zimmermann / La Vie économique

Bourse, entrée en vigueur en 1897, débouchèrent sur une interdiction des contrats à terme liés aux céréales. Le résultat espéré, soit la stabilisation des cours du blé, se fit cependant attendre. Au contraire, l'absence de transfert de risque entre les producteurs et les consommateurs déstabilisa à tel point les prix que le marché à terme des céréales fut rouvert dès avril 1900. La lourde conséquence de cette expérience fut non seulement la hausse du prix du blé, mais en particulier la rétrogradation de la bourse berlinoise des céréales au rang d'institution provinciale; un statut dont elle ne parvint pas à se relever.

Une nouvelle étude mesure l'étendue de la spéculation

L'étude que nous avons menée⁸ se distingue par la méthode empirique utilisée, qui permet de modéliser correctement les effets de la spéculation selon le niveau des prix des matières premières et de différencier ce faisant entre les effets temporaires et permanents sur les prix. Dans ce but, les prix à terme de quinze matières premières (voir *tableau 1*, colonne A) ont été examinés pour la

période 1990–2010, avec une échéance courte (un mois) et une longue (douze mois). À l'inverse des marchés au comptant, on dispose en effet pour les marchés à terme de notations continues des prix. En outre, l'étendue de la spéculation peut être mesurée de façon fiable.

Dans un *premier temps*, on divise les fluctuations des cours des matières premières en deux catégories: les chocs permanents et transitoires. On peut ainsi examiner si ce sont les contrats à court ou à long termes qui déclenchent les chocs permanents et endossent donc le «leadership» en matière de prix. Cette constatation est importante, parce que, pendant la période sous revue, la spéculation (notamment le négoce indexé) s'est effectuée majoritairement à travers des contrats courts. Les résultats (*tableau 1*, colonne B) montrent que, pour les neuf matières premières où il est possible d'établir une corrélation entre les prix des contrats courts et des contrats longs, le «leadership» revient toujours aux seconds, sauf dans un cas, le coton. En d'autres termes, les fluctuations de prix des contrats courts sont majoritairement transitoires et n'ont donc pas d'influence sur le niveau des prix à long terme.

Lors d'une *deuxième étape*, l'effet potentiellement dopant de la spéculation est mesuré directement à l'aide d'un indice mis au point par H. Working au début des années soixante («indice de Working»)⁹. Celui-ci indique dans quelle mesure les positions spéculatives dépassent les positions commerciales, soit celles motivées par la couverture. Le *graphique 1* présente cet indice pour un choix de trois denrées alimentaires. Dans la plupart des cas, la spéculation dépasse de moins de 20% les besoins de couverture. On ne constate en outre pas la moindre variation dans le temps, ce à quoi pourrait s'attendre, vu la croissance foudroyante des placements indexés en matières premières.

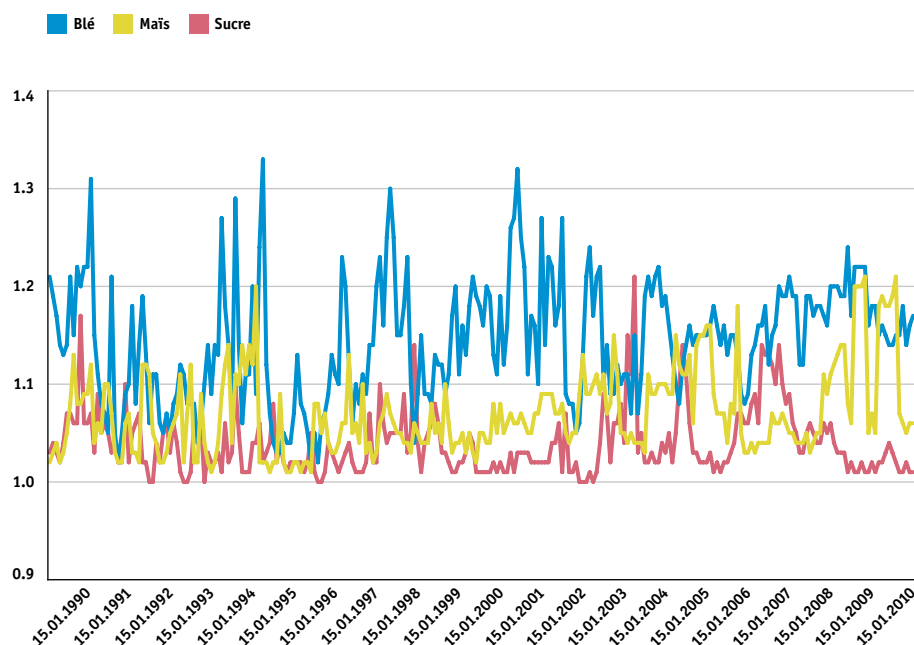
En *dernier lieu*, on examine si la spéculation mesurée par l'indice de Working a un effet sur les fluctuations permanentes ou transitoires des prix. Les résultats (*tableau 1*, colonne C) montrent que, pour la majorité des matières premières, la spéculation n'a pas d'influence permanente sur la formation des prix. La seule exception quant aux effets permanents est le maïs.

Conclusion: la spéculation sur les marchés à terme n'a pas d'effet dopant sur les prix

Que signifient ces résultats quant aux prix comptants sur les marchés de matières

Graphique 1

Indice de Working: spéculation par rapport à la couverture sur les marchés à terme des matières premières, 1990–2010



Source: CFTC / La Vie économique

premières? Le rapport entre prix comptant et à terme est déterminé par les coûts de capital et de stockage ainsi que par les propriétés de conservation des biens. Si, suite à une spéculation excessive, les prix à terme dépassaient le prix comptant (coûts de capital et de stockage compris), il serait possible de réaliser un gain sans risque en stockant les matières premières et en les vendant à terme. De ce fait, l'offre physique du moment se raréfie jusqu'à la date de livraison, mécanisme qui devrait nécessairement entraîner une augmentation des volumes stockés. Or, ce schéma ne correspond pas aux statistiques officielles. On objectera que des investisseurs financiers illustres manipulent les prix du marché et les faussent à leur profit, en thésaurisant des matières premières hors des dépôts officiels. Même si ce comportement semble atypique pour des spéculateurs (car contrairement aux transactions sur les marchés à terme, le contrôle d'une partie notable des biens stockés physiquement par un petit nombre d'acteurs immobilise un capital-risque considérable), l'argument exige un examen approfondi. Nos résultats indiquent, cependant, qu'il serait faux d'attribuer des effets dopants durables sur les prix à la spéculation sur les marchés à terme – à une exception près, qui confirme une fois de plus la règle.

En attente d'une normalisation de la politique monétaire et des intérêts

La controverse perdrait grandement de son importance si les investissements financiers dans le secteur des matières premières faiblissaient – compte non tenu de la hausse éventuelle des primes de risque pour les contrats à terme. La raison de l'augmentation des investissements est en premier lieu la faiblesse des taux d'intérêt dans les économies occidentales. Pour y obtenir un rendement convenable, les investisseurs institutionnels sont carrément forcés d'investir dans des segments où l'on peut encore gagner des primes de risque. Un atout supplémentaire des marchés de matières premières est leur faible corrélation (du moins dans le passé) avec les marchés financiers, ce qui permet de diversifier les actifs. On peut postuler qu'une très grande partie des investisseurs financiers – notamment indiciels – engagés aujourd'hui dans le secteur des matières premières sont d'origine institutionnelle et ne peuvent donc être rangés parmi les spéculateurs «classiques»¹⁰. Il faut donc s'attendre à ce qu'une normalisation de la politique monétaire et du niveau des intérêts stabilise les investissements effectués directement ou indirectement dans des contrats financiers liés aux matières premières. Ne serait-ce que pour cette seule raison, il est à déconseiller d'intervenir massivement sur le marché par une réglementation irréfléchie.

10 H. R. Stoll et R. E. Whaley, «Commodity Index Investing: Speculation or Diversification?», *Journal of Alternative Investments*, 14 (2011), pp. 50–60.