



Policy Brief

June 2015
PB-15/18

Marchés libres vs système de prix producteurs : pourquoi les marchés de matières premières se financiarisent-ils ?

Par Yves Jégourel

Résumé

La financiarisation des filières de matières premières trouve ses origines bien au-delà de la participation accrue des fonds d'investissement sur les marchés « futures ». Elle doit fondamentalement se comprendre comme la conséquence de l'incapacité progressive des acteurs qui les composent à gérer en commun le risque de prix qui découle du transfert du produit, de l'amont vers l'aval. Cette dynamique s'est affirmée depuis la fin des années 1970, mais il est probable que la chute actuelle des cours, si elle s'avérait durable, et l'affirmation de la Chine comme une puissance financière la renforcent sur les prochaines années.

L'explosion du prix de la plupart des matières premières entre 2007 et le milieu de l'année 2008 avait positionné la question de leur financiarisation au cœur des préoccupations des sphères politiques nationales et internationales. C'est ainsi qu'en 2011, les ministres de l'agriculture des pays du G20 s'étaient accordés pour tempérer la spéculation sur les denrées alimentaires et, consécutivement, pour limiter la volatilité des prix à laquelle on l'associe volontiers. La sphère académique s'était elle aussi naturellement intéressée à cette question en s'interrogeant sur les origines de cette flambée des prix et, en particulier, sur le rôle joué par les activités spéculatives. Deux approches ont été privilégiées. De façon schématique, la première postule que l'affirmation des produits de base comme une classe d'actifs à part entière devrait être de nature à renforcer certaines anomalies et, notamment, de favoriser l'accroissement des corrélations existant entre les prix de matières premières n'ayant a priori pas de dynamique commune. La deuxième approche se penche sur le comportement des fonds d'investissement et vise à expliquer

l'augmentation des prix par le positionnement accru des Exchange-traded funds (ETF) dont la vocation est d'offrir à ceux qui les souscrivent des rendements indexés sur l'évolution de ces produits.

Graphique 1 : Evolution de l'indice S&P GSCI (06/2005-05/2015)



Source : Datastream

Offrant des conclusions parfois contrastées, ces différentes approches appellent deux remarques intimement liées. La notion de financiarisation est en premier lieu ambivalente car elle traduit tout autant l'idée d'une influence grandissante, au sein des marchés financiers de matières premières, des intervenants extérieurs, qu'ils soient spéculateurs ou investisseurs, que celle, plus large mais également prééminente, du rôle accru joué par ces marchés financiers dans l'organisation des filières agricoles ou celles des « hard commodities » (énergie, minerais). En second lieu, la plupart des études empiriques récentes ne questionnent pas -ou peu- les origines profondes de la financiarisation des marchés. Elle s'expliquerait alors par la volonté des fonds d'investissement de tirer profit du rendement et du potentiel de diversification qu'offrent les produits de base afin d'optimiser la performance des portefeuilles financiers dont ils ont la gestion. Cette approche n'est de toute évidence guère contestable. Un regard sur des travaux académiques plus anciens mais d'une résonance toujours intacte offre cependant des éléments de compréhension plus fondamentaux, basés sur l'organisation des filières.

L'existence d'un marché financier de matières premières ne peut être déconnectée des réalités économiques d'une industrie et elle répond, bien souvent, à l'incapacité des acteurs qui la composent de gérer communément le risque de prix lié à la transformation technico-commerciale du produit. Celui-ci peut être en effet assumé en interne par la négociation de contrats commerciaux de long-terme où les prix sont définis sur une base annuelle. Les incertitudes climatiques pesant sur les productions agricoles, les rapports de force parfois déséquilibrés qui peuvent s'observer dans les filières métaux, les exigences actionnariales, les contraintes logistiques ou l'importance du risque de contrepartie sont autant de facteurs qui peuvent limiter le recours à une telle pratique¹. Dans un tel contexte, la « spotification »² du marché renforce la volatilité des prix et consacre le rôle des négociants dont une des fonctions économiques est précisément de gérer le risque qui en découle. Pour cela, la mise en œuvre de solutions de risk management est nécessaire et la flexibilité offerte par les marchés de produits dérivés souvent incontournable. En multipliant les contreparties possibles grâce à la chambre de compensation, ceux-ci permettent en effet de diviser le risque dans le temps et dans l'espace. Si l'on

prend pour référence les bourses agricoles qui ont vu le jour, sous leur forme moderne, à Chicago au milieu du XIX^e siècle, ce furent bien les marchands qui, confrontés à la saisonnalité de l'offre de céréales, en favorisèrent l'essor : la définition d'un prix à terme facilitait alors la négociation de lignes de crédit permettant de financer l'accumulation des stocks. Le corollaire de cette financiarisation fut le développement d'activités spéculatives permettant souvent de corriger les déséquilibres existant entre les opérateurs « physiques » et, ainsi, de soutenir les cours. Ce fut le cas pour le marché du riz de Dojima, district de la ville d'Osaka, qui commença à fonctionner dès le début du XVIII^e siècle et fut ainsi le premier des marchés financiers de matières premières de l'histoire. Permettant l'échange de certificats garantissant la propriété du riz en entrepôts, il répondait non seulement aux besoins des courtiers désireux de pouvoir échanger cette céréale sans nécessairement la transporter, mais également aux attentes du pouvoir seigneurial de l'époque. Représentant près de 90% des recettes fiscales du « Shogun », le riz était en effet d'une importance stratégique considérable et le développement d'un marché financier fut un des moyens envisagés pour tenter d'infléchir la dynamique baissière qui s'étaient instaurée depuis quelques années³.

« L'entente explicite ou implicite existant entre producteurs permet en effet une régulation du marché par une variation des quantités produites ou des stocks en cas de choc temporaire. »

Une seconde explication, complétive de la précédente mais spécifique aux matières premières minérales (métaux et énergie), doit être évoquée. En raison de l'intensité capitalistique de la plupart des industries extractives et des barrières à l'entrée qui en découle, ces filières ont historiquement fonctionné sous un régime dit « de prix producteurs » dans lequel les opérations de production et de première transformation sont largement intégrées et où les ajustements se font par les quantités. L'entente explicite ou implicite existant entre producteurs permet en effet une régulation du marché par une variation des quantités produites ou des stocks en cas de choc temporaire. Le prix de

¹ Cf. OCP Policy Center Policy Brief n°15/02, « Les mutations du marché des matières premières - Partie 3 : quelles implications pour les producteurs et les utilisateurs finaux ? »

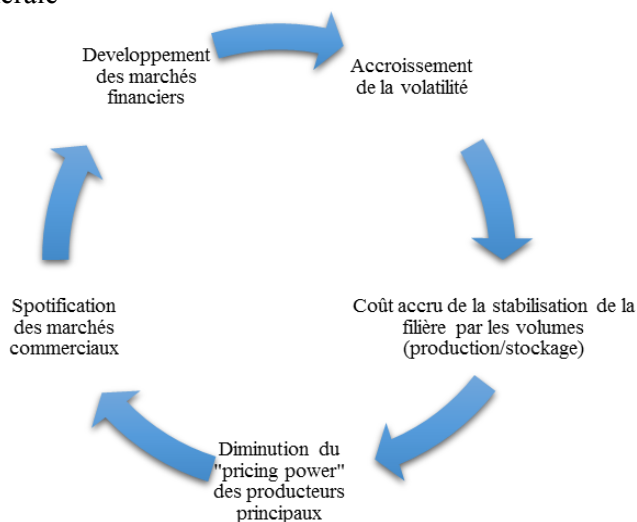
² Cet anglicisme traduit le fait qu'une part croissante des opérations commerciales se fait sur une base « spot », c'est-à-dire au comptant, par opposition aux contrats de long-terme à prix fixe.

³ Pour une présentation détaillée de l'histoire du marché du riz de Dojima, le lecteur pourra se référer à une étude de cas passionnante développée par Moss D. et Kintgen E. (2011), « The Dojima Rice Market and the Origins of Futures Trading », Harvard Business School.

marché de la matière première, relativement stable dans le temps, est alors supérieur aux coûts cash des producteurs principaux et de la frange concurrentielle, mais inférieur au coût de développement de nouvelles unités de production par des acteurs externes à cette filière disposant d'un certain nombre d'avantages comparatifs, notamment sur l'énergie.

De tels systèmes de prix producteurs ont perduré tant que les surprofits issus de cette position dominante permettaient d'absorber les coûts d'ajustement de la demande globale. A partir de la fin des années 1970, l'accroissement sensible de ces coûts s'est conjugué à une volonté politique de favoriser la libre concurrence et explique pourquoi le nombre de filières fonctionnant sur ce principe s'est fortement réduit au profit des systèmes de « marchés libres ». Sous un tel schéma, les ajustements ne reposent plus sur une variation des quantités, mais bien sur celle des prix. Le risque financier que les opérateurs doivent assumer est alors conséquent, appelant au développement des marchés dérivés permettant de le gérer (schéma 1). Bien que cette financiarisation soit quasiment toujours présentée comme une des conséquences de l'abandon progressif des systèmes de prix producteurs, il n'est, à l'inverse, pas impossible que la mise en œuvre d'un marché financier à terme soit tout aussi une des causes de cette évolution. Le lancement d'un contrat à terme sur l'aluminium par le London Metal Exchange en 1978 sonna notamment le glas des équilibres oligopolistiques qui prévalaient alors en renforçant la volatilité des prix et, in fine, le coût à rester dans un marché régulé par les volumes.

Schéma 1 : dynamique de financiarisation d'une filière minérale



« A partir de la fin des années 1970, l'accroissement sensible de ces coûts s'est conjugué à une volonté politique de favoriser la libre concurrence et explique pourquoi le nombre de filières fonctionnant sur ce principe s'est fortement réduit au profit des systèmes de « marchés libres ». »

La montée en puissance des marchés libres ne se fit bien sûr pas sans que des tentatives de stabilisation du prix des matières premières ne soient lancées, sous l'égide d'organisations internationales telles que celles adoptées en 1976 par la quatrième Conférence des Nations-Unies pour le Commerce et de Développement (CNUCED), dans le cadre d'accords de coopérations multilatérales (conventions de Lomé, Conseil international de l'Étain) ou d'associations de pays producteurs (groupe de Bogota). Pourtant, quels que furent les mécanismes privilégiés, ces initiatives portèrent rarement leurs fruits, au point de conduire certains économistes à évoquer une « utopie de la stabilisation » (Chalmin, 2008). Visant traditionnellement à lisser les prix et/ou à protéger les économies exportatrices de matières premières de leurs baisses, ces différentes mesures se sont, tôt ou tard, heurtées à nombreux obstacles qui ont conduit à leur abandon progressif : un coût devenant rapidement insupportable lorsque la chute s'avérait durable, une hétérogénéité dans les attentes et les engagements des pays partenaires et, consécutivement, une inconstance politique à les respecter. Lorsque ces accords liaient plusieurs pays producteurs dans une tentative de cartellisation de l'offre, les différences observées dans les coûts de production, les rendements et les contraintes logistiques ou commerciales limitaient non seulement très largement l'intérêt d'une stabilisation des prix, mais favorisaient également des comportements de free-riders, conduisant de facto à l'implosion des systèmes d'entente.

Cette dynamique de financiarisation des marchés de matières premières s'est mise en place il y a plusieurs décennies déjà, mais la montée en puissance des marchés financiers chinois, tels que ceux de Dalian, Shanghai et de Zhengzhou lui donne aujourd'hui toute son actualité⁴.

⁴ Ce thème de l'essor des marchés dérivés de matières premières chinois fera l'objet d'un prochain policy brief.

Dans le monde des matières premières, comme ailleurs, l'histoire n'est pas figée, ni les rapports de force irrémédiablement établis et il y a fort à parier que le développement des contrats à terme sur ces places boursières s'impose, d'une façon ou d'une autre, à l'échelle internationale et modifie la physionomie de nombreuses filières : l'histoire récente du marché du minerai de fer en est un premier exemple⁵.

⁵ Le marché du minerai de fer, longtemps caractérisé par une structure d'oligopole bilatéral et l'existence de contrats de contrats d'approvisionnements de long-terme, a vu la part des opérations « spot » augmenter sous l'influence de la Chine notamment. Lancées en 2013 sur le Dalian Commodity Exchange, les contrats à terme chinois sur le minerai de fer jouent désormais un rôle important, dans un contexte difficile marqué par une baisse des prix et une forte volatilité.

Bibliographie

Chalmin P. (2008), « L'utopie de la stabilisation », *Le Monde économie*, 15 mai.

De Sá P. (1988), « Structural changes and price formation in the minerals and metals industry », *Resources Policy*, 14(4), pp. 257-273.

Jégourel Yves (2014), « La plasturgie française doit-elle se financiariser ? », *Le Cercle Les Echos*, 21 mars.

Marquet Y. (1992), *Négoce international de matières premières*, Eyrolles.

Mouak P. (2010), « L'aluminium au London Metal Exchange : les spécificités institutionnelles et financières d'un marché à terme », *Cahier d'histoire de l'aluminium*, n°44-45, pp. 106-123.

About the author, Yves Jégourel

Dr Yves Jégourel is associate professor in finance at the University of Bordeaux (France), affiliate professor at Toulouse Business School and a Senior Fellow at OCP Policy Center. Y. Jégourel conducts research in commodity economics and financial risk management. His most recent research examines the link between the volatility of the futures market, exchange rate uncertainty and the export of cereals. He is also the head of a master program focused on banking, finance and international trading both at the University of Bordeaux and at Vietnam National University (Hanoi, Vietnam).

Dr. Jégourel has authored several books in the field of finance, including a work studying financial derivatives. He holds a BA from Middlesex University and a MsC and a PhD from the University of Bordeaux, and is a former auditor with the Institute of Higher National Defence Studies (IHEDN).

About OCP Policy Center

OCP Policy Center is a Moroccan policy-oriented Think Tank whose mission is to contribute to knowledge sharing and to enrich reflection on key economic and international relations issues, considered as essential to the economic and social development of Morocco, and more broadly to the African continent. For this purpose, the Think Tank relies on independent research, a network of partners and leading research associates, in the spirit of an open exchange and debate platform.

The views expressed in this publication are the views of the author.



OCP Policy Center
Ryad Business Center – South, 4th Floor – Mahaj Erryad - Rabat, Morocco
Website: www.ocppc.ma
Email : contact@ocppc.ma
Phone : +212 5 37 27 08 60 / Fax : +212 5 22 92 50 72