

Analyse

Spéculation alimentaire :
quels sont les bons et les mauvais acteurs sur les marchés dérivés ?

Le thème de la spéculation sur les denrées alimentaires a déjà été abordé à plusieurs reprises ces derniers mois¹. Au-delà de la compréhension du phénomène de spéculation et de son effet sur les prix des matières premières agricoles, il reste cependant souvent difficile d'identifier les acteurs responsables du problème. Qu'entend-on par « spéculateur » ? Peut-on différencier les bons et les mauvais acteurs sur les marchés dérivés de matières premières ?

1 Introduction

Cette analyse se concentre sur l'identité et le rôle, positif ou non, des acteurs présents sur les marchés dérivés. À l'origine, les marchés à terme² (sorte de marché dérivé) jouent un rôle important dans la gestion des risques spécifiques aux marchés agricoles. Ils offrent la possibilité aux producteurs de vendre leur récolte à un commerçant à un prix déterminé et à une date fixée à l'avance, ce qui permet à ces producteurs de planifier leur récolte et d'investir de façon plus sûre. Parallèlement, une fonction essentielle des marchés à terme agricoles est de contribuer à la formation des prix. En effet, ces marchés servent de référence fiable pour tous les acteurs du secteur agricole.

Des pratiques spéculatives excessives

Le problème, déjà abordé au cours de précédentes analyses sur le sujet, est que le nombre de pratiques spéculatives sur les marchés dérivés a explosé ces dernières années. En cause, la politique de dérégulation en Europe et aux États-Unis (avec le *Commodity Futures Modernization Act* en 2000) qui a ouvert les portes à des acteurs n'ayant aucun lien direct avec le marché des matières premières agricoles. La suppression des restrictions sur les activités spéculatives dans les marchés à terme agricoles a également permis à ces acteurs d'acheter et de vendre des contrats à terme sans limite.

Étant donné la multiplication des pratiques spéculatives, les marchés dérivés se retrouvent déconnectés des fondamentaux des marchés réels : la détermination des prix sur ces marchés n'est plus nécessairement liée à l'évolution de l'offre et de la demande mais est le reflet des paris à la hausse ou à la baisse des spéculateurs. Et comme ces marchés servent de référence pour fixer les prix, l'augmentation des

1 Cf. nos analyses précédentes : Marchand A. (2013), *La spéculation sur les marchés à terme de matières premières a-t-elle un impact sur les prix des denrées alimentaires ? et Quelles mesures pour contrer la spéculation alimentaire ?*

2 Les marchés à terme permettent aux opérateurs de couvrir leur position sur le marché physique. Les contrats (à terme) établis sur ces marchés sont rarement exécutés par une livraison physique : ils sont la plupart du temps traités financièrement.

Couverture des risques vs Spéculation

volumes échangés est allée de pair avec une volatilité exacerbée des prix des matières premières agricoles³. Avec des conséquences parfois dramatiques pour les populations du Sud.

Ce bref rappel du contexte met en exergue le lien existant entre la démultiplication des acteurs présents sur les marchés à terme et l'apparition des dérives actuelles. Pour apporter une solution efficace aux problèmes mentionnés, il convient d'identifier les différents acteurs et de séparer ceux qui sont utiles de ceux qui ne le sont pas. Une distinction, comme le montre cette analyse, pas toujours aisée.

2 Hedgers et spéculateurs

L'argument de base pour juger si un acteur a sa place sur les marchés dérivés de matières premières agricoles est de savoir si celui-ci est lié de près ou de loin aux marchés physiques de matières premières. On distingue ainsi deux groupes principaux d'acteurs : les hedgers et les spéculateurs.

2.1 Les hedgers

Les opérateurs en couverture commerciale, plus communément appelés **hedgers**, sont actifs dans le négoce des matières premières. Ils utilisent les marchés à terme pour se prémunir contre le risque lié aux fluctuations des prix⁴. Il pourrait s'agir d'un producteur de soja qui vise à garantir un prix stable pour vendre sa récolte, ou d'un transformateur de matières premières agricoles (par exemple un fabricant de pain) cherchant à obtenir des prix stables auxquels acheter du blé. À l'origine, les marchés à terme des matières premières ont été développés à l'attention de ces acteurs, avec pour objectif de réduire leurs incertitudes quant au prix qu'ils vont payer ou recevoir pour les matières premières agricoles produites. Les hedgers ont donc leur place sur ces marchés dérivés.

2.2 Les spéculateurs

Contrairement aux hedgers, les **spéculateurs** ne sont pas exposés au risque de prix lié à leur implication sur les marchés physiques. Pour ce type d'acteurs – qui n'a aucun intérêt économique direct dans le secteur agricole –, les matières premières ne sont généralement considérées que comme un actif financier assurant des rendements élevés (vu la tendance haussière inévitable sur le long terme du prix des matières

3 Le lien entre ces deux facteurs est étudié plus attentivement dans notre analyse : Marchand A. (2013), *La spéculation sur les marchés à terme de matières premières a-t-elle un impact sur les prix des denrées alimentaires ?*

4 Les prix des matières premières sont naturellement volatiles : ils fluctuent d'une période à l'autre en raison des phénomènes météorologiques, des maladies, etc.

agricoles⁵) et permettant de diversifier les investissements. Les spéculateurs sont attirés sur les marchés à terme par les seules perspectives de profit et vont prendre un risque en cherchant à exploiter une hausse ou une baisse des prix à leur avantage.

3 Spéculateurs : une incidence néfaste ?

Nous avons, dans un premier temps, différencié hedgers et spéculateurs. Doit-on en conclure qu'il faudrait interdire l'accès des marchés à terme à tous les spéculateurs ? Ce n'est pas aussi simple.

La présence d'un nombre limité de spéculateurs est en effet souhaitable : elle apporte de la liquidité aux marchés. En endossant le rôle de contrepartie du contrat à terme, la présence de ces acteurs permet de s'assurer que tout producteur ou négociant désirant se couvrir contre le risque trouvera un acheteur ou un vendeur en face de lui. De cette manière, les spéculateurs contribuent à sécuriser les marchés en répartissant les risques.

Comme expliqué plus haut, c'est l'explosion des pratiques spéculatives qui pose problème. Pour diminuer ces pratiques, il faudrait pouvoir séparer les spéculateurs utiles de ceux qui n'apportent pas de plus-value aux marchés à terme.

3.1 Différents types de spéculateurs

Si la présence d'un certain nombre de spéculateurs peut jouer un rôle positif en apportant de la liquidité aux marchés, la surabondance actuelle est clairement néfaste. Mais peut-on distinguer les bons des mauvais spéculateurs ?

Les spéculateurs peuvent être différenciés à travers les stratégies adoptées (investissements à court ou à long terme, utilisation du trading à haute fréquence), mais aussi en fonction des produits financiers achetés ou vendus. Certains produits ou stratégies ne comportent en effet aucune utilité pour les marchés considérés. Au contraire, ils accroissent la volatilité des prix.

⁵ Étant donné la croissance démographique mondiale, la demande mondiale de produits agricoles croît inexorablement. À l'inverse, l'offre de produits agricoles est limitée par les surfaces disponibles. On s'attend donc à ce que les prix augmentent de façon continue.

Fonds indiciens et THF, deux produits qui posent problèmes

3.1.1 Les spéculateurs indiciel

Créés au cours des années 1990, les fonds indiciel⁶ constituent une nouvelle façon d'investir dans les matières premières. En offrant aux investisseurs la possibilité de spéculer sur l'évolution des prix des matières premières sans pour autant devoir s'impliquer dans le négoce de ces produits, les produits indiciel ont facilité l'accès aux marchés à terme agricoles.

Ces instruments financiers ont rapidement connu le succès, précipitant l'arrivée sur les marchés de nouveaux acteurs : les spéculateurs indiciel. Entre 2003 et 2008, le capital présent dans des fonds indiciel de matières premières est passé de 13 à 317 milliards de dollars⁷.

Or, le mécanisme des produits indiciel pousse les prix des matières premières à la hausse. En effet, la stratégie proposée à l'investisseur est de parier sur une hausse des prix des produits de base composant l'indice. Le gestionnaire du fonds va ainsi investir les capitaux reçus dans des contrats à terme sur les matières premières (en fonction de la composition de l'indice) en pariant continuellement sur une hausse des prix. Lorsque des contrats arrivent à échéance, ils sont vendus pour éviter une livraison réelle et de nouveaux contrats sont achetés.

Cette stratégie crée la différence entre les spéculateurs indiciel et les spéculateurs traditionnels. Les spéculateurs indiciel sont présents d'un seul côté du marché, alors que les spéculateurs traditionnels se situent des deux côtés (en pariant parfois à la hausse et parfois à la baisse, ne fût-ce que pour se couvrir eux-mêmes). Au final, les acteurs qui proposent ou achètent des produits indiciel ne se préoccupent pas de la couverture du risque des acteurs du marché. Ils se contentent de parier sur une augmentation à long terme des prix des matières de base. Et leur action vient amplifier la hausse des prix attendue⁸.

Quels acteurs spéculent à travers ces produits ? Le premier fonds indiciel fut créé par la banque Goldman Sachs, rapidement suivie par d'autres grandes banques. Aujourd'hui, nombreux sont les prestataires financiers (banques et assurances) pointés du doigt pour leur offre de produits indiciel. Les banques peuvent aussi

6 Les fonds indiciel reflètent le développement des prix de contrats à terme pour différentes matières premières. Le capital des investisseurs est investi dans des contrats à terme selon une certaine répartition dans les matières premières de l'indice de référence. Si les prix évoluent à la hausse, le rendement des contrats à terme augmente et, par conséquent, le rendement des investisseurs s'accroît.

7 De Schutter, O. (2010), *Food Commodities Speculation and Food Price Crises: Regulation to reduce the risks of price volatility*, Briefing Note 2, Septembre 2010.

8 C'est une simple question d'offre et de demande. Chaque contrat à terme nécessite une contrepartie. Si la demande de contrats à terme pariant sur la hausse des prix augmente, les prix sur les marchés à terme augmenteront également. Cette hausse des prix va ensuite se refléter sur les marchés physiques.

spéculer pour leur compte propre. En un an seulement, les banques Goldman Sachs et Barclays⁹ ont, par exemple, réalisé un bénéfice de respectivement 1 milliard et 550 millions de dollars en spéculant sur la nourriture¹⁰.

Des banques d'investissement¹¹, des *hedge funds*¹² et des fonds de pension¹³ en ont également profité pour entrer sur le marché, en investissant dans ce type d'instruments financiers. De même, qu'il s'agisse d'une institution ou d'un simple citoyen, tout investisseur qui achète ce type de produit – que ce soit dans un but de profit, de diversification ou de résistance à l'inflation – participe à la spéculation sur les matières premières.

Ces produits existent également dans notre pays. En 2013, une étude du Réseau Financement Alternatif¹⁴ portant sur l'implication de 10 institutions financières établies en Belgique a mis au jour l'existence de 28 fonds indiciels liés aux matières premières agricoles qui sont offerts ou commercialisés par ces institutions en Belgique. Le volume total des produits recensés atteint 3,614 milliards d'euros, dont on estime qu'entre 711 et 890 millions sont investis directement ou indirectement dans des produits dérivés sur les matières premières agricoles¹⁵.

3.1.2 Le trading à haute fréquence

Une stratégie de plus en plus utilisée par les spéculateurs est l'utilisation du trading à haute fréquence (THF). Le trading à haute fréquence consiste à transmettre automatiquement et à très grande vitesse (des millièmes de seconde) des ordres sur les marchés financiers, sans intervention humaine, à l'aide de programmes informatiques complexes, appelés « algorithmes »¹⁶. Cette stratégie, mise en œuvre sur un horizon de détention très court, ajoute une grande volatilité sur les marchés

9 Afin de restaurer son image entachée par plusieurs scandales, la banque Barclays a toutefois annoncé en février 2013 qu'elle cessait ses activités controversées liées à la spéculation sur les matières premières agricoles.

10 World Development Movement (2011), *Broken markets: how financial market regulation can help prevent another global food crisis*, Septembre 2011, p.39.

11 Une banque d'investissement est une société qui a pour but principal de conseiller les investisseurs (privés ou institutionnels) sur les marchés financiers. Elle les met en relation avec les entreprises pour financer leurs projets ou bien se charge de gérer sous mandat leurs fonds.

12 Les *hedge funds* sont des fonds de placement à risque ouvert le plus souvent à un nombre limité d'investisseurs qui exigent un rendement élevé moyennant un investissement minimal initial important.

13 Société spécialisée dans la collecte de capitaux auprès de clients et chargée de les faire fructifier sur les marchés financiers dans le but de les reverser à ces clients pour financer leurs retraites.

14 Disneur L., de Ghellinck M. & Marchand A. (2013), *Pratiques spéculatives des institutions financières en Belgique qui portent atteinte à la sécurité alimentaire et au développement.*, Partie 1.

15 Il convient de préciser que ces chiffres correspondent au volume total des produits offerts sur notre territoire, et non à la part investie au niveau belge dans ceux-ci. En effet, la plupart des produits financiers incriminés peuvent également être souscrits dans d'autres pays.

16 Ces algorithmes se basent notamment sur les tendances de prix passées.

dérivés en amplifiant les mouvements de prix à très court terme. Elle peut engendrer des "crash éclairis". Ainsi, début 2011, la baisse des prix sur le marché du cacao a incité les modèles informatiques à vendre automatiquement leurs contrats, générant une chute de prix du cacao de 12,5 % en un seul jour¹⁷.

Le trading à haute fréquence ne détient de positions que pour des durées très courtes, alors que les hedgers cherchent des partenaires commerciaux à long terme pour transférer leur risque de prix. Ce mécanisme n'apporte dès lors que peu d'utilité aux hedgers.

Il est difficile de chiffrer l'impact du trading à haute fréquence car il n'existe pas de définition reconnue de ce phénomène¹⁸. En Belgique, aucune donnée n'est disponible. Toutefois, selon M. Vanackere, ancien ministre des Finances, les sociétés pratiquant le trading à haute fréquence ne sont pas situées en Belgique, mais en majorité au Royaume-Uni.

3.2 Une distinction parfois complexe

Qui est qui ?

En théorie, la distinction entre hedgers et spéculateurs – en fonction de leur connexion à l'économie réelle ou non – semble facile à établir. En pratique, ce n'est plus la même rengaine. En effet, les outils et les acteurs se sont aujourd'hui multipliés. Les stratégies mises en place se sont également diversifiées : des acteurs commerciaux font de la spéculation financière, tandis que des acteurs financiers investissent sur les marchés physiques.

Ainsi, la plupart des grandes banques d'investissement participent désormais au négoce de matières premières physiques. À l'inverse, des acteurs ayant des intérêts commerciaux dans les marchés agricoles développent eux aussi des stratégies purement spéculatives. Il apparaît logique que les quatre multinationales (Archer Daniels Midland, Bunge, Cargill et Louis Dreyfus) dominant le commerce mondial des matières premières agricoles¹⁹ se servent de produits dérivés pour couvrir leur risque. Cependant, la réglementation actuelle permet également à ces acteurs de se livrer à des activités purement spéculatives, et de tirer ainsi profit des informations privilégiées que ces acteurs possèdent sur le secteur agricole. Cargill en a par exemple profité pour créer au moins cinq filiales financières, dont certaines spéculent sur les matières premières²⁰.

17 World Development Movement (2011), *Broken markets: how financial market regulation can help prevent another global food crisis*, Septembre 2011.

18 Selon la réponse de l'ex-ministre des Finances, M. Vanackere, à une question parlementaire (à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Représentants) relative au trading à haute fréquence, le 29 janvier 2013.

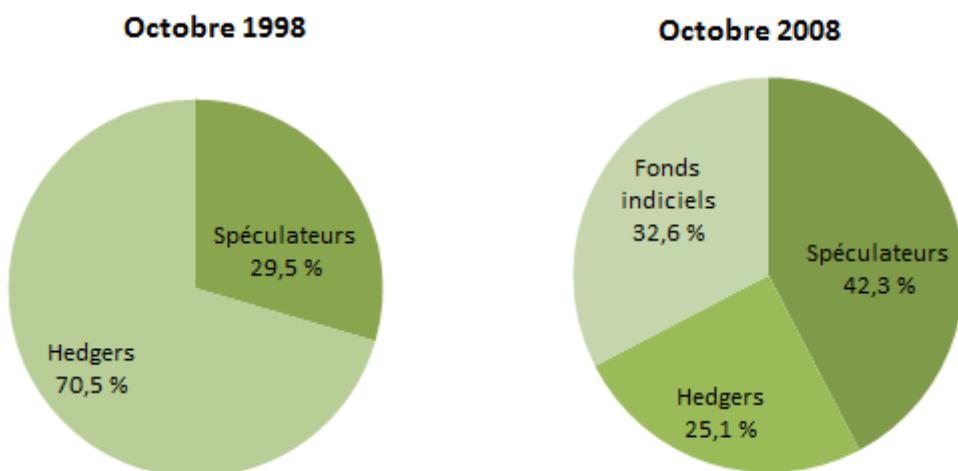
19 Elles comptent ensemble pour 90 % du commerce céréalier.

À côté de ces problèmes de double identité, l'opacité des marchés et la faiblesse des mesures de contrôle renforcent la complexité à démêler les opérations purement spéculatives des opérations de couverture de risques.

4 Quelle est l'importance de chacun des acteurs ?

Étant donné le peu d'informations disponibles, il est difficile d'évaluer l'importance de chaque type d'acteur sur les marchés à terme. Parmi les rares données accessibles, les données relatives aux positions des différentes catégories de négociants publiées chaque semaine par la CFTC – l'autorité de surveillance américaine – fournissent une indication sur l'évolution des marchés dérivés ces dernières années. Les chiffres du marché du blé au *Chicago Board of Trade* (CBOT) en constituent un bon exemple.

Figure 1 - Parts des acteurs dans le marché du blé au *Chicago Board of Trade*



Source : CFTC Better Markets

Alors que la proportion des contrats conclus à des fins purement spéculatives était comprise entre environ 20 et 30 % du volume total des contrats jusqu'à la fin des années 1990, elle s'est complètement inversée aujourd'hui. L'importance prise par les fonds indiciens en quelques années est particulièrement inquiétante. Le capital dans les fonds indiciens pour les matières premières est en effet passé de 13 milliards de dollars américains en 2003 à 317 milliards de dollars américains en 2008²¹. Les

20 Oxfam (2011), *Not a game: Speculation versus Food Security. Regulating financial markets to grow a better future.*

21 De Schutter, O. (2010), *Food Commodities Speculation and Food Price Crisis: Regulation to reduce the risks of price volatility*, Briefing Note 2, Septembre 2010.

contrats destinés à couvrir les risques de prix (hedging) représentent maintenant, tout au plus, un tiers du volume total des contrats²². On a assisté à une véritable financiarisation des marchés.

5 Quelles mesures adopter pour limiter les activités néfastes sur les marchés à terme ?

L'ensemble des mesures envisageables pour contrer la spéculation alimentaire a déjà été abordé au cours d'une analyse précédente²³. Il n'en demeure pas moins intéressant de se recentrer, ici, sur les mesures nécessaires à adopter pour freiner ou mettre un terme aux pratiques spéculatives mises en avant dans cette analyse :

- la mise en place d'outils de régulation pour accroître la transparence sur les marchés à terme et ainsi connaître l'identité de chaque acteur présent sur ces marchés ;
- l'interdiction des fonds indiciaux de matières premières ;
- le ralentissement du trading à haute fréquence, susceptible de générer des milliers de transactions en une fraction de seconde ;
- l'instauration d'une taxe sur les transactions financières visant à décourager les investisseurs qui ne sont intéressés que par des gains sur le très court terme, de manière à diminuer l'attrait de la spéculation purement financière.

À l'heure actuelle, les instances européennes réfléchissent à l'instauration de limites de position visant à limiter le nombre de contrats passés par les investisseurs. Cependant, cette mesure ne va pas assez loin, car elle n'empêche pas une multitude de petits acteurs déconnectés de l'économie réelle d'adopter un comportement moutonnier en basant leurs décisions sur ce que les autres font. Elle ne cible pas non plus suffisamment les acteurs les plus néfastes, soit les spéculateurs indiciaux et le trading à haute fréquence. En ce sens, la mise en place de limites de positions ne sera réellement utile que si elle est complétée par les mesures mentionnées ci-dessus.

*Arnaud Marchand
Septembre 2013*

22 Foodwatch, « Les spéculateurs de la faim – Comment la Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co spéculent sur les denrées alimentaires au détriment des plus pauvres », Octobre 2011, p.40.

23 Voir notre analyse "Quelles mesures pour contrer la spéculation alimentaire ?"