



## Assemblée générale

Distr. générale  
28 juillet 2011  
Français  
Original : anglais

---

### Soixante-sixième session

Point 17 d) de l'ordre du jour provisoire\*

### Questions de politique macroéconomique : produits de base

## Tendances et perspectives mondiales des produits de base

### Note du Secrétaire général

Le Secrétaire général a l'honneur de transmettre à l'Assemblée générale, comme celle-ci l'a demandé dans sa résolution 64/192 du 21 décembre 2010, le rapport établi par le secrétariat de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement sur les tendances et perspectives mondiales des produits de base et sur les causes de l'excessive volatilité de leur cours.

---

\* A/66/150.



## **Rapport du secrétariat de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement sur les tendances et perspectives mondiales des produits de base**

### *Résumé*

Au cours des 12 derniers mois, les cours des produits de base, qui étaient très déprimés pendant la crise économique et financière mondiale de 2008-2009, ont nettement repris et ont atteint en 2011 des niveaux records sur des marchés extrêmement instables. Les cours du pétrole brut, des produits minéraux et des métaux précieux ont plus que doublé par rapport à ce qu'ils étaient à la fin de 2008. Les cours des principaux produits de base agricoles, et notamment ceux du café, du maïs, du coton, de l'avoine et du sucre (mais pas du riz) ont également dépassé le niveau qu'ils avaient atteint au moment où, en 2009, a été publié le dernier rapport sur les tendances et perspectives mondiales des produits de base (voir A/64/184).

Cette flambée des prix des produits de base explique les récents soulèvements populaires et émeutes de la faim survenus dans certains pays, où la flambée des prix alimentaires (en particulier des denrées de première nécessité) et l'envolée des coûts de l'énergie ont prélevé un lourd tribut. Ces dernières années, les prix élevés d'un ensemble de produits de base et la diversification profitable des investissements, ont attiré l'attention des spéculateurs, par exemple les fonds spéculatifs, les fonds en matières premières et les fonds indiciels cotés, sur les marchés des produits de base. En outre, l'augmentation de la demande dans les pays émergents, les problèmes de la dette souveraine, la baisse de la valeur du dollar des États-Unis et la crainte de l'inflation ont rendu ces marchés attrayants aux yeux des spéculateurs.

Les répercussions négatives de la volatilité grandissante des cours et les sautes brutales inattendues des prix des produits de base sur la sécurité alimentaire mondiale et le bien-être économique des pays en développement producteurs, des pays industriels et des pays fortement dépendants des produits de base ont déclenché une action mondiale collective (voir par exemple le Plan d'action sur la volatilité des prix alimentaires et l'agriculture du Groupe des Vingt, le G-20). Il est impératif que ces initiatives mondiales et les politiques nationales soient compatibles, soient dotées des ressources voulues et soient appliquées de façon à résoudre les problèmes critiques qui affectent le commerce international des produits de base et assombrissent les perspectives de développement de ces pays. Les mesures prises devront chercher à améliorer le fonctionnement des marchés et à rendre les pays concernés plus résistants aux chocs d'origine extérieure.

## Table des matières

	<i>Page</i>
I. Introduction .....	4
II. Évolution récente sur les marchés des produits de base : les fluctuations et le cycle de surchauffe .....	5
III. Évolution des marchés des principaux groupes de produits de base .....	6
A. Produits agricoles et alimentaires .....	7
B. Produits de la forêt .....	12
C. L'énergie : le pétrole et le gaz .....	13
D. Pétrole brut .....	14
E. Gaz naturel .....	16
F. Charbon .....	17
G. Minéraux, minerais et métaux .....	18
IV. La volatilité des cours des produits de base : politiques possibles aux niveaux national et international .....	20
A. Les politiques possibles face à la volatilité des cours des produits de base .....	20
B. Les dispositifs de gestion de l'offre : les accords internationaux de produits .....	22
C. Soutien des recettes d'exportation .....	23
D. Mécanismes du marché pour la gestion des risques .....	24
E. Gestion des recettes d'exportation .....	25
F. Diversification et création de valeur ajoutée .....	27
V. Conclusions .....	27
Annexe	
L'évolution des cours des produits de base et la financiarisation de leur commerce .....	30

## I. Introduction

1. Le présent rapport sur les tendances et les perspectives mondiales des produits de base, établi par le secrétariat de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) en application de la résolution 64/192 de l'Assemblée générale, comporte une analyse des causes de l'instabilité très forte des cours des produits de base.

2. Depuis le milieu de l'année 2009, date de la publication du dernier rapport sur le sujet (voir A/64/184), les tendances des cours des produits de base ont été entraînées par la vigueur de la demande dans les pays émergents d'Asie, la reconstitution des stocks dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et la crainte moins grande d'une contagion des turbulences financières en Europe. Les produits de base dont les cours ont le plus augmenté sont les matières premières agricoles, les produits minéraux et les métaux. Par contraste, les prix des produits de base agricoles ont augmenté à un rythme modéré, à l'exception de certaines boissons tropicales comme le café.

3. L'envolée des cours et l'instabilité des produits primaires non agricoles et des marchés alimentaires au cours des six derniers mois peuvent en grande partie être attribuées à des tensions géopolitiques chez d'importants producteurs de pétrole – l'Algérie, la Jamahiriya arabe libyenne, le Nigéria, la République bolivarienne du Venezuela, notamment<sup>1</sup>. La hausse de la demande de matières premières pour l'industrie et l'équipement dans les pays émergents a également entraîné leur cours à la hausse. En outre, les problèmes de la dette souveraine, l'affaiblissement du dollar des États-Unis et la crainte de l'inflation ont attiré les spéculateurs vers les produits de base, et donc vers les produits financiers dérivés s'appuyant sur le pétrole et les métaux précieux, ce qui contribue à la volatilité des cours sur le marché.

4. La volatilité grandissante des cours sur les marchés des produits de base explique une action mondiale collective à la recherche de solutions possibles. Ainsi, le Plan d'action sur la volatilité des prix alimentaires et l'agriculture, promulgué à l'instigation du Président français par le Groupe des Vingt (G-20) qui réunit les principales économies de marché, cherche à amortir l'impact de l'instabilité des cours sur la sécurité alimentaire. De telles initiatives à tous les niveaux – aux niveaux national, régional et international – doivent être effectivement appliquées et développées pour qu'elles puissent espérer résoudre effectivement les difficultés qui pèsent sur les perspectives du commerce des produits de base et du développement des pays en développement fortement dépendants de l'exportation de ces produits<sup>2</sup>.

5. Le présent rapport appelle l'attention des États Membres, par l'intermédiaire de l'Assemblée générale, sur les problèmes et sur les perspectives associés aux niveaux élevés actuels et à l'instabilité des cours des denrées alimentaires et des produits énergétiques pour le commerce et le développement. Les recettes substantielles fortuites qu'entraîne la hausse des cours des produits agricoles et des

---

<sup>1</sup> Le fait que les troubles civils en Jamahiriya arabe libyenne aient retiré du marché 39 millions de barils de brut léger non sulfuré de grande qualité, est partiellement responsable de la flambée des cours du brut, qui atteignait 127 dollars par baril en avril 2011.

<sup>2</sup> Les pays en développement dépendant des produits de base sont définis comme ceux dont les exportations de produits de base représentent plus de 60 % des exportations totales de marchandises.

ressources naturelles (par exemple le pétrole et le gaz, les produits minéraux et les métaux industriels et métaux précieux) doivent être gérées avec prudence pour qu'elles aient un impact durable sur le développement. De même, il faut atténuer les risques d'instabilité politique et d'insécurité alimentaire engendrés par l'envolée des prix alimentaires. La section II offre une vue d'ensemble des tendances récentes des marchés des produits de base. La section III passe en revue les prix et les marchés dans les principaux groupes de produits de base – produits agricoles et alimentaires, pétrole et gaz (énergie) et produits minéraux et métaux; et la section IV expose les diverses politiques qui pourraient être suivies pour remédier à la volatilité des cours aux niveaux national et international. Des conclusions sont proposées dans la section V. L'annexe contient un examen de la question de l'évolution des cours des produits de base et de la financiarisation de leur commerce.

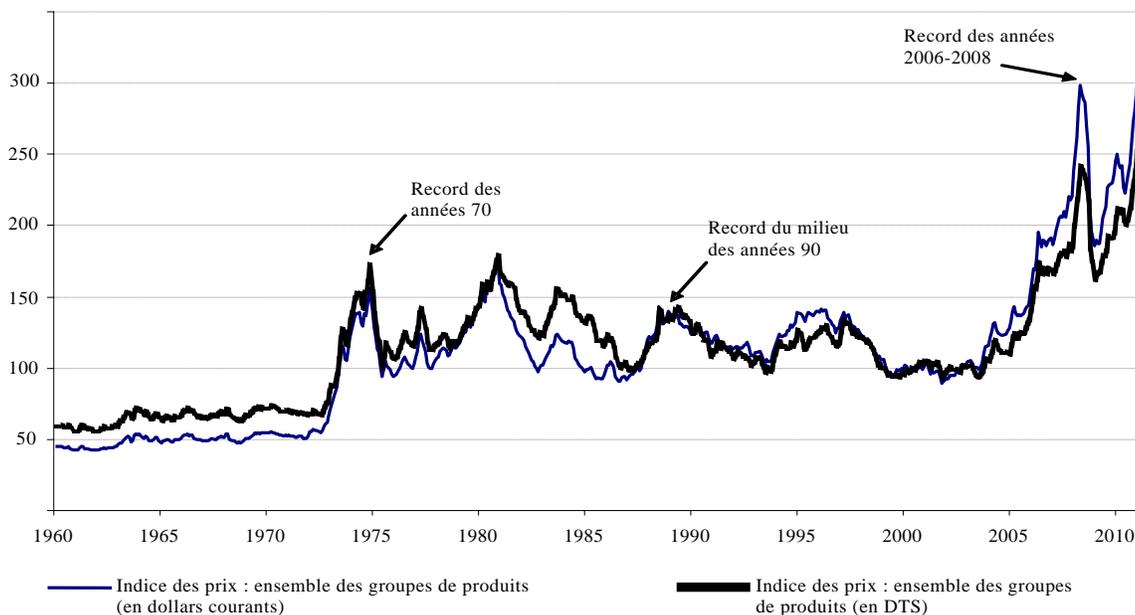
## **II. Évolution récente sur les marchés des produits de base : les fluctuations et le cycle de surchauffe**

6. Il est largement admis qu'il y a eu deux périodes de forte hausse des produits de base depuis la fin des années 50 – la première entre 1973 et 1980 et la seconde depuis 2002. La hausse des cours des produits de base entre 2002 et 2008 et en particulier entre 2006 et 2008 a été particulièrement prononcée pour les métaux, le pétrole brut et les denrées alimentaires. La crise financière mondiale de 2008 et 2009 a au contraire fait plonger les cours de tout un ensemble de produits de base après le milieu de l'année 2008, car la croissance mondiale s'est ralentie et la demande des consommateurs s'est affaiblie dans la plupart des grands pays.

7. Cependant, depuis la crise de 2008-2009, tous les sous-groupes de produits de base ont connu un vigoureux rebond des cours; dans le cas des métaux, des matières premières agricoles et des boissons tropicales, les prix ont même dépassé les pics enregistrés en 2008 (voir fig. I). Les prix de l'énergie (en particulier du pétrole brut) ont plus que doublé, même s'ils restent en deçà de leur précédent record. Les produits minéraux et les métaux industriels et précieux ont vu leurs cours augmenter de 120 % depuis leur niveau le plus bas de la période 2008-2009. Les cours des principaux produits agricoles et agroalimentaires, ceux des boissons tropicales et ceux des matières premières agricoles ont dépassé leur record précédent du milieu de l'année 2008 (voir fig. II). Au milieu de l'année 2008, les produits de base étaient au maximum, après une période haussière vieille de cinq ans, la plus longue et la plus large observée depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale après près de 30 ans de cours généralement faibles et variant faiblement.

Figure I  
**Indices des prix des produits de base de la CNUCED hors pétrole**

(Janvier 1960-mai 2011; base 100 en 2000)



Source : UNCTADstat.

### III. Évolution des marchés des principaux groupes de produits de base

8. La présente section donne un aperçu de l'évolution des marchés et des cours des grands groupes de produits de base – produits agricoles et alimentaires, énergie, matières premières agricoles, minéraux et métaux. La majorité des records de prix récents des produits de base agroalimentaires et non agroalimentaires s'explique par les caractéristiques fondamentales des marchés : la hausse de la demande de produits de base dans les pays émergents (surtout la Chine et l'Inde), des conditions météorologiques défavorables en raison de la variabilité accrue du climat (multiplication des inondations et des sécheresses), faibles rendements et baisse des taux de croissance de la productivité dans certaines régions, faiblesse des stocks, et rareté grandissante des terres arables et de l'eau. De plus, durant les années 90, les investissements dans l'exploration minérale et les nouvelles technologies ont été insuffisants et cela a entraîné des pénuries dans le secteur minier. En outre, la dépréciation du dollar des États-Unis et diverses politiques nationales (subventions, restrictions à l'exportation, obligation de produire des biocarburants) ont également eu des conséquences sur les prix des produits de base. L'obligation de produire des biocarburants a sans doute pour effet de détourner de leur finalité alimentaire (par exemple le maïs, l'huile de palme et la canne à sucre) certaines productions, et des terres arables auraient été affectées à la production de combustibles plutôt que d'aliments.

9. Des tensions géopolitiques récentes dans certains pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord ont entraîné une forte hausse des cours du pétrole brut (et de l'essence) pendant le premier trimestre de 2011. Enfin, des investissements spéculatifs se sont portés sur les métaux précieux et les minéraux, à titre d'assurance contre la faiblesse des taux de croissance économique dans les pays de l'OCDE, et cela a également entraîné une hausse des cours de ces produits depuis juin 2010.

## A. Produits agricoles et alimentaires

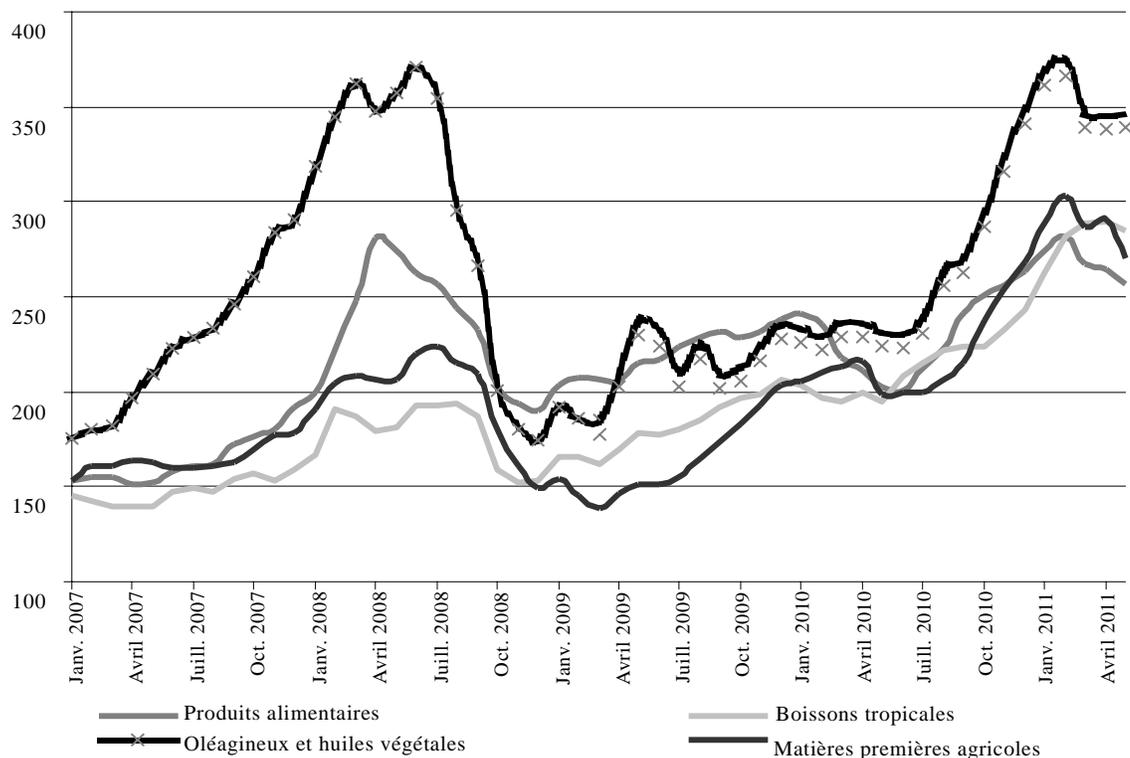
10. L'indice des prix des produits de base agricoles de la CNUCED a atteint un record en février 2011. La figure II montre que les cours des produits de base agricoles ont augmenté de façon inégale. L'indice des cours des matières premières agricoles a connu une forte augmentation du fait de l'insuffisance de l'offre par suite de conditions météorologiques défavorables, mais aussi en raison d'une forte demande dans les pays émergents d'Asie. L'indice des prix alimentaires de la CNUCED a diminué pendant le premier semestre de 2010 avant d'augmenter à nouveau rapidement pour atteindre un maximum en février 2011 (fig. III) et il a été en moyenne de 269 points entre janvier et mai 2011, en augmentation de 21 % par rapport à la même période de 2010. L'inflation affichée (qui inclut l'énergie et les produits alimentaires) dans les pays en développement est passée de 6 % en 2010 à 6,9 % en avril 2011, tandis que l'inflation mondiale des prix alimentaires dans les pays en développement a dépassé 9 % en février 2011<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Banque mondiale « Perspectives de l'économie mondiale : juin 2011 » annexe sur l'inflation (Washington, 2011).

Figure II  
**Indices des prix des groupes de produits de base agricoles,**  
**janvier 2007-mai 2011**

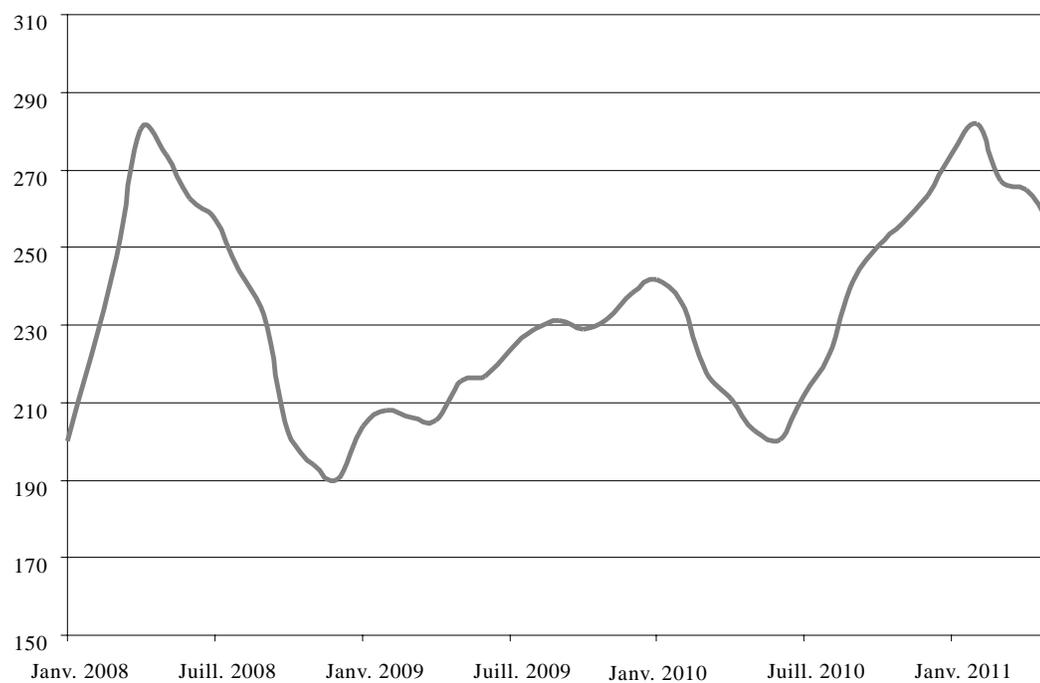
(Base 100 en 2000)



Source : UNCTADstat.

11. La hausse de l'indice des prix alimentaires s'explique surtout par le renchérissement des céréales, des huiles végétales, de la viande et des produits laitiers (voir fig. IV). Cela n'a pas été trop grave pour la plupart des pays d'Afrique, car ils ont engrangé de bonnes récoltes de maïs et de sorgho, mais la principale exception concerne l'Afrique orientale, où la sécheresse a aggravé l'insécurité alimentaire. En Asie, les prix des huiles de table et de certaines céréales (par exemple, le blé) sont particulièrement élevés.

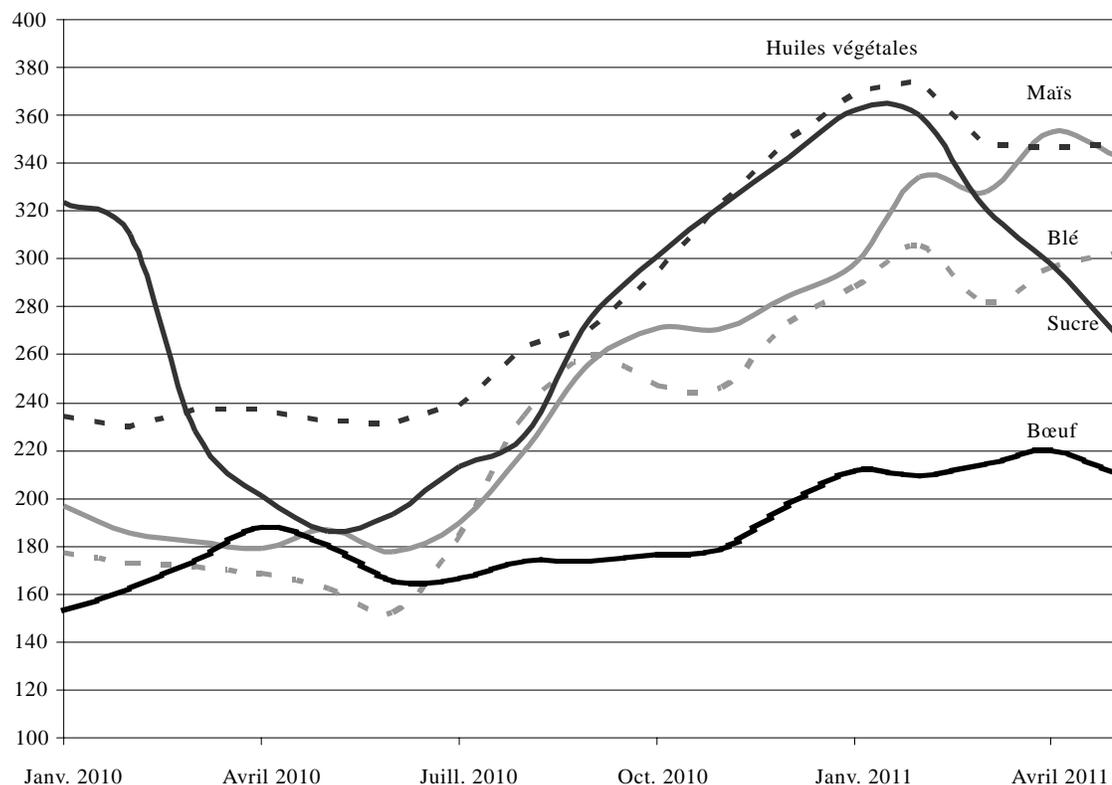
Figure III  
**Indice des prix alimentaires de la CNUCED, 2008-2011**  
(Base 100 en 2000)



Source : UNCTADstat.

Figure IV  
**Indices des prix de certains produits de base alimentaires, 2010-2011**

(Base 100 en 2000)



Source : UNCTADstat.

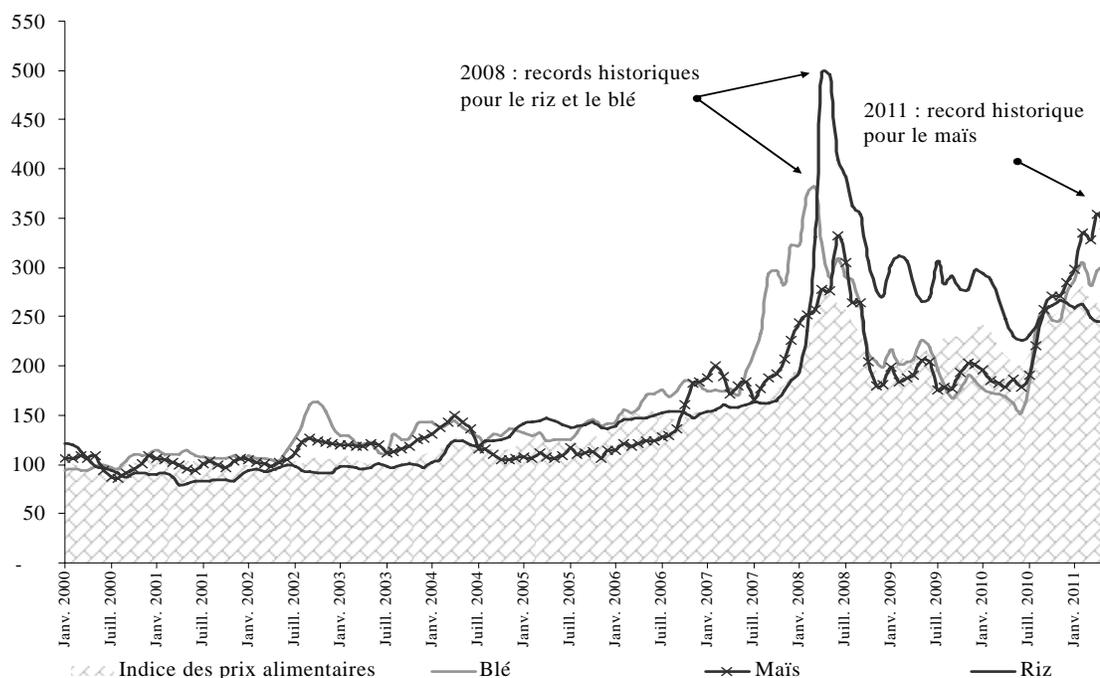
12. Le prix de référence du blé a atteint le chiffre élevé de 360 dollars par tonne en mai 2011, à peine moins que le record, de 364 dollars par tonne, atteint en février 2011. Les perspectives de la récolte de blé pour la campagne 2011/12 sont mal connues, en raison des conditions météorologiques défavorables aux États-Unis et dans l'Union européenne.

13. Les prix du riz, du maïs et du sucre ont été orientés à la baisse pendant le premier semestre de 2010, puis ils ont augmenté régulièrement jusqu'en février 2011 (fig. IV). Les prix du riz sont repartis à la hausse pendant le troisième trimestre de 2010, en raison de conditions météorologiques défavorables dans plusieurs grands pays asiatiques rizicoles, mais il est peu probable qu'ils augmentent à nouveau durant 2011 en raison des grandes quantités de riz disponibles pour l'exportation (fig. V). Le maïs en 2011/12 s'échange à des cours supérieurs à ceux atteints en 2008 (fig. V). Les prix du maïs ont augmenté de 98 %, passant de 160 dollars par tonne en juin 2010 et 318 dollars par tonne en avril 2011, avant de baisser un peu, à 309 dollars par tonne, en mai 2011. En outre, l'augmentation de la

consommation de produits d'origine animale, en particulier en Chine<sup>4</sup>, a stimulé fortement la demande de maïs utilisé comme fourrage en 2010/11. En janvier 2011, les cours du sucre ont augmenté de 95 % entre mai 2010 et janvier 2011, passant de 33 cents par kilogramme à 65 cents par kilogramme en raison de la progression de la demande en Chine, en Inde et en Indonésie, et du fait qu'une partie de la production de canne à sucre a été transformée en éthanol. Les cours du sucre ont baissé, à 48 cents par kilogramme en mai 2011, sur la base d'indications faisant état d'un excédent de la production de sucre d'environ 10,3 millions de tonnes de sucre brut, les producteurs ayant réagi à l'augmentation des cours. Le prix du sucre augmente depuis 2010 en raison de la forte progression de la demande mondiale de sucre raffiné, par crainte de pénurie.

Figure V  
**Tendances des indices des cours mondiaux des céréales, 2000-2011**

(Base 100 en 2000)



Source : UNCTADstat.

14. Les indices des prix de l'huile de table sont passés par un maximum de 374 en 2011 avant de baisser de 7,2 %, à 347 en mai 2011. L'instabilité des prix sur ce marché dépend en grande partie des perspectives d'offre et de la demande dans les principaux pays producteurs d'oléagineux et exportateurs d'huile. Comme la Chine est le premier consommateur mondial d'huile de table, l'« effet Chine » sur les oléagineux (notamment les fèves de soja) est critique pour les perspectives d'évolution de l'offre et des cours. Les biocarburants et la production

<sup>4</sup> La Chine est le deuxième consommateur mondial de maïs après les États-Unis; sa consommation de maïs se serait multipliée par 47 en 10 ans.

écologiquement rationnelle d'huile de palme sont deux questions qui influent sur le marché des oléagineux et de l'huile de table. Ces préoccupations ont d'importantes conséquences pour le commerce international, la croissance économique, l'investissement, la sécurité alimentaire et la bonne gestion de l'environnement. La hausse brutale récente des prix des oléagineux reflète surtout la tension progressive de l'offre mondiale, face à la croissance de la demande dans les principaux pays importateurs (voir fig. II).

15. L'indice des prix des boissons tropicales a régulièrement progressé depuis décembre 2001, où il était de 75, pour atteindre le record de 285 en mai 2011 (fig. II). Le prix indicatif composite calculé par l'Organisation internationale du café a baissé de 5,4 % entre mai et juin 2011, passant d'une valeur moyenne de 228 cents par livre en mai à 215,6 cents par livre en juin.

16. Les prix du cacao sont passés par un maximum de 1,60 dollar par livre en janvier 2010, en raison d'une insuffisance de l'offre<sup>5</sup> mais les prix sont tombés à un minimum, pour une période de trois mois, de 1,39 dollar par livre en août 2010 avant de repartir à la hausse pour atteindre 1,58 dollar par livre en février 2011, avant de baisser à nouveau. La plupart des producteurs africains ont engrangé de bonnes récoltes de fèves pendant l'actuelle campagne, grâce à des conditions météorologiques favorables. Par exemple, les livraisons de cacao dans les ports de la Côte d'Ivoire ont été en juin 2011, de 1,286 million de tonnes, soit 22 % de plus que pendant la même période de la campagne précédente<sup>6</sup>.

17. Après avoir baissé à 139 en mars 2009, l'indice des prix des matières premières agricoles a régulièrement augmenté, pour atteindre 303 en février 2011. Les prix du caoutchouc naturel sont restés élevés en 2010/11 en raison de la vivacité de la demande de pneus dans les pays émergents et en raison des coûts élevés de l'énergie (du pétrole brut) qui affectent les prix du caoutchouc synthétique et des perturbations de l'offre dues à des conditions météorologiques défavorables dans les grands pays producteurs comme la Thaïlande, premier producteur mondial, ainsi qu'en Chine, au Viet Nam et au Cambodge. Ce maximum a également été atteint s'agissant du coton, en mars 2011, avec un cours de 2,3 dollars par livre de coton, en augmentation de 270 % par rapport à la moyenne de 2009. La production mondiale de coton a baissé en 2009/10, alors même qu'on s'attend à une augmentation de la demande de fibres en Inde et en Chine.

## B. Produits de la forêt

18. Les prix du bois d'essences autres que les conifères ont augmenté en moyenne de 2,1 % entre janvier et juillet 2010, atteignant un pic de 142,1 dollars, mais ils ont ensuite baissé à 133,9 dollars en mai 2011 (fig. VI). Par contraste, les prix des grumes tropicales (le sapélé et l'okoumé) ont augmenté de 10 % et de 23 % respectivement entre les cinq premiers mois de 2010 et la même période de 2011, tendance qui s'explique peut-être par l'augmentation de la demande due à la construction de maisons provisoires en bois au Japon après le séisme de mars 2011. Cette augmentation des prix s'explique aussi peut-être par une demande plus

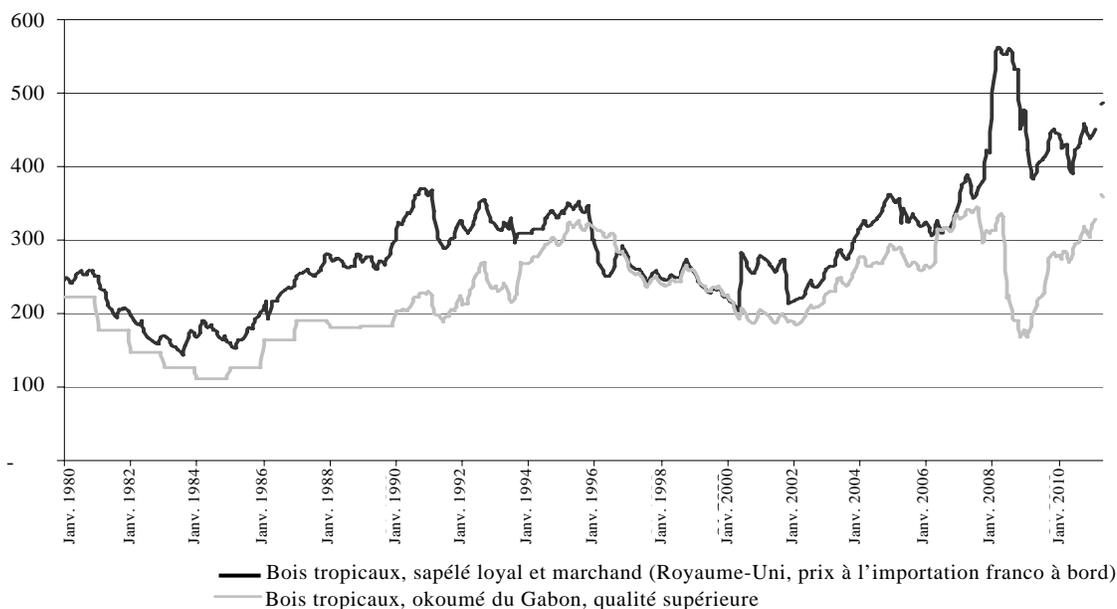
<sup>5</sup> Organisation internationale du cacao (ICCO), « Cocoa market review: May 2010 » (Londres, 2010). À consulter à l'adresse suivante : <http://www.icco.org>.

<sup>6</sup> ICCO, « Cocoa market review: June 2011 » (Londres, 2011). À consulter à l'adresse suivante : <http://www.icco.org>.

importante due à une légère reprise de l'économie mondiale et à son effet sur le secteur de la construction des pays en développement asiatiques et, dans une moindre mesure, dans les pays développés.

Figure VI  
**Les prix des grumes de bois tropicaux, 1980-2011**

(En dollars des États-Unis par m<sup>3</sup>)

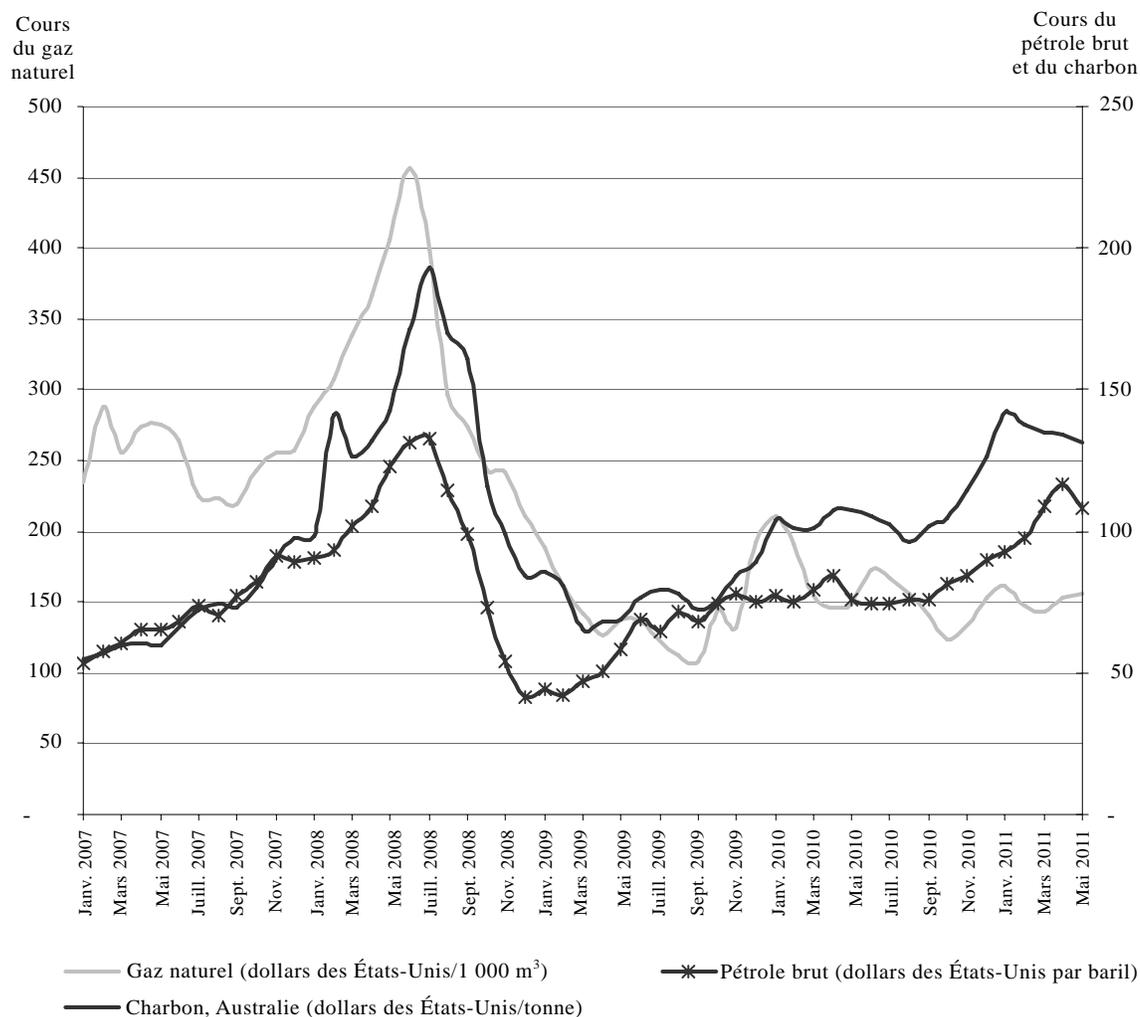


Source : UNCTADstat.

### C. L'énergie : le pétrole et le gaz

19. Le pétrole, le gaz naturel et le charbon occupent une place prépondérante dans la consommation mondiale d'énergie primaire. Au Moyen-Orient, on consomme surtout du pétrole et du gaz naturel, tandis que le charbon et le pétrole sont les principales sources d'énergie en Asie et dans le Pacifique. L'Asie est la région du monde où la croissance de la consommation d'énergie est la plus forte, sous l'effet de la pression démographique et de la hausse des revenus. Néanmoins, la consommation d'énergie primaire de l'Asie, par habitant, est relativement faible, si on la compare à celle des pays développés. La figure VII résume les principales tendances des marchés du pétrole, du gaz naturel et du charbon.

Figure VII  
**Cours mondiaux moyens du pétrole brut, du gaz naturel et du charbon, janvier 2007-mai 2011**



Source : UNCTADstat (pour les cours du pétrole brut), Fonds monétaire international, Statistiques financières internationales (pour le gaz naturel et le charbon).

## D. Pétrole brut

20. Les cours moyens du brut ont atteint 79 dollars par baril en 2010. Mais en avril 2011, le prix moyen mensuel du pétrole avait brutalement augmenté et atteint 116,30 dollars par baril<sup>7</sup>, soit près du triple du niveau de décembre 2008, quoiqu'encore en dessous du maximum du cycle précédent, qui était de 132,50 dollars par baril, atteint en juillet 2008. Dans un contexte de fragilité continue du dollar des États-Unis, l'augmentation de la demande et l'instabilité dans

<sup>7</sup> UNCTADstat : moyenne des cours quotidiens du Brent (Royaume-Uni), du brut de Doubaï et du WTI (West Texas Intermediate), également pondérés.

la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord expliquent la dissociation du lien entre les tendances du marché et les contingents de production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), et de baisse des réserves, le marché du pétrole connaît des incertitudes qui font problème et qui compliquent les projections du comportement du cours du pétrole à court et à moyen terme.

21. Entre janvier et novembre 2010, les cours moyens mensuels ont fluctué entre 74 et 85 dollars des États-Unis (voir fig. VII) au-dessus de la moyenne enregistrée en 2009 qui était de 61,79 dollars par baril. La hausse du cours du pétrole en 2010 s'explique par les caractéristiques fondamentales du marché. La reprise de l'industrie et des échanges internationaux a entraîné une forte augmentation de la demande de pétrole. En 2010, l'augmentation de la demande mondiale de pétrole était en moyenne de 2,8 millions de barils par jour (mb/j)<sup>8</sup>, soit deux fois plus que la croissance moyenne de cette demande pendant les années 2000. Mais l'offre n'a pas suivi au même rythme. Les pays producteurs de pétrole qui ne sont pas membres de l'OPEP n'ont pu augmenter leur offre que de 1,1 mb/j en 2010, et la croissance de la production des pays de l'OPEP n'a pas dépassé 0,7 mb/j (y compris les condensats de gaz naturel).

22. Entre décembre 2010 et juin 2011, les cours du pétrole ont été très instables. En décembre 2010, le cours moyen du brut, après avoir été relativement stable, a augmenté pour atteindre 90 dollars par baril. Les cours du pétrole ont continué à augmenter et ont atteint un maximum de 116,30 dollars par baril en avril 2011. Cette tendance haussière s'explique d'une part par le resserrement de l'offre et d'autre part par une croissance soutenue de la demande. Les troubles politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord ont eu pour effet de retirer du marché 1,3 million de barils par jour de brut léger non sulfuré produit par la Jamahiriya arabe libyenne, et on craint de nouvelles perturbations de l'offre d'énergie. Malgré les cours élevés, la croissance de la demande de pétrole est solide dans les pays en développement, en particulier dans les pays émergents d'Asie. D'autres facteurs comme la faiblesse du dollar, les activités des investisseurs financiers sur les marchés à terme des produits de base et les anticipations concernant la croissance économique expliquent également la hausse des cours du pétrole.

23. En juin 2011, l'OPEP ne s'étant pas accordée sur une augmentation de la production de pétrole, l'Agence internationale de l'énergie a décidé de mettre sur le marché deux millions de barils par jour de pétrole pendant une période initiale de 30 jours par prélèvement dans les stocks d'urgence de ses membres afin : a) de compenser les effets des perturbations de l'offre en Jamahiriya arabe libyenne et l'augmentation saisonnière de la demande, jusqu'à ce que l'augmentation prévue de la production de plusieurs grands producteurs atteigne les marchés mondiaux, et b) de soutenir la reprise économique. Les marchés ont réagi rapidement, et les cours à terme du Brent et du WTI ont diminué respectivement de 6,1 % et de 4,6 %.

24. La volatilité excessive du marché du pétrole brut risque d'avoir un effet négatif sur la demande et de ralentir la reprise économique mondiale. La hausse des cours du pétrole pourrait également se traduire par des modifications importantes de la répartition de la richesse entre les pays. S'agissant des pays exportateurs nets de pétrole, les cours élevés peuvent améliorer le compte des opérations courantes, augmentant ainsi les recettes publiques et donc les dépenses publiques. Cependant,

---

<sup>8</sup> Agence internationale de l'énergie, « Rapport sur le marché pétrolier » (Paris, 16 juin 2011).

pour les pays en développement importateurs nets de pétrole, le renchérissement du pétrole et des denrées alimentaires est la cause d'une flambée d'inflation et d'un alourdissement de la charge fiscale.

## E. Gaz naturel

25. Du fait de la crise, en 2009, la consommation mondiale de gaz naturel a diminué de 1,1 %<sup>9</sup>. En 2010, la demande de gaz est repartie à la hausse sous l'effet de la reprise économique mais aussi en raison de températures exceptionnellement basses dans l'hémisphère Nord. Les États-Unis sont le premier producteur mondial de gaz, et le cours du gaz naturel y a atteint 456,57 dollars pour 1 000 mètres cubes en juin 2008 (fig. VII). En 2010, malgré la reprise de l'économie, le prix du gaz naturel n'a pas dépassé en moyenne 158 dollars, beaucoup moins qu'en 2007 et 2008. Au cours des cinq premiers mois de 2011, les cours ont fluctué entre 143 et 162 dollars pour 1 000 mètres cubes.

26. Le rôle du gaz naturel dans le futur bouquet énergétique sera déterminé par les caractéristiques fondamentales du marché. Du côté de l'offre, depuis 2000, l'exploitation de sources « nouvelles » de gaz naturel, par exemple le gaz de schiste, le gaz avare et le méthane des couches de charbon a véritablement décollé. On a parlé de révolution du gaz de schiste; son exploitation augmente de façon spectaculaire l'offre de gaz naturel sur le marché américain, maintient à un bas niveau les cours du gaz naturel et modifie la structure mondiale des échanges de gaz naturel liquéfié. Selon l'Agence internationale de l'énergie, ce nouveau gaz représente actuellement 60 % de la production commercialisée aux États-Unis. La croissance de la production de nouveau gaz aux États-Unis et dans d'autres pays comme l'Australie, qui développe le méthane des couches de charbon, aura de vastes répercussions dans d'autres régions du monde, en particulier dans les pays émergents qui cherchent à diversifier leur approvisionnement énergétique pour répondre à la demande d'énergie et entretenir leur croissance économique.

27. La demande sera déterminée surtout par la croissance économique mondiale et par la compétitivité du gaz naturel par rapport à d'autres sources d'énergie sur le plan du prix, de l'impact sur l'environnement et de la sécurité des approvisionnements. D'autres facteurs comme la proximité de la source d'approvisionnement, les progrès technologiques et les politiques suivies retentiront aussi sur la demande.

28. Le gaz naturel est l'un des combustibles fossiles les plus propres, même s'il se classe après les sources d'énergie renouvelables ou l'énergie nucléaire du point de vue des émissions de carbone. Néanmoins, son importance dans la structure de la consommation énergétique dans le monde ne cesse de croître. Par exemple, le douzième Plan quinquennal de la Chine (2011-2015) cherche à accroître la part du gaz naturel de 3,8 % en 2008 à 8,3 % à la fin du Plan, dans le bouquet des énergies primaires<sup>10</sup>. L'accident survenu en 2011 à la centrale nucléaire de Fukushima, au Japon, a amené certains pays à repenser leur adhésion à l'énergie nucléaire et à préférer au contraire des sources d'énergie renouvelables et le gaz naturel pour

<sup>9</sup> U.S. Energy Information Administration, « International Energy Outlook 2010 » (Washington, U.S. Department of Energy, juillet 2010).

<sup>10</sup> Agence internationale de l'énergie, *World Energy Outlook 2011*, résumé en français, (Paris, 2011).

satisfaire leur future demande d'énergie. Par exemple, l'Allemagne a décidé de fermer 17 centrales nucléaires et de les remplacer par des centrales exploitant des sources d'énergie renouvelables ou du gaz naturel en 2022<sup>11</sup>. Ces politiques ne manqueront pas d'avoir des répercussions importantes sur la demande future de gaz naturel dans le monde.

## F. Charbon

29. En 2008, le charbon représentait 27 % de l'offre mondiale d'énergie primaire<sup>12</sup> et, pour la production d'électricité, il reste le combustible le plus utilisé, bien qu'il soit de plus en plus exposé à la concurrence du gaz naturel et des sources d'énergie renouvelables. C'est ainsi que depuis 1990, dans l'Union européenne, la consommation de charbon diminue.

30. La région Asie-Pacifique est désormais un pôle mondial de la production, de la consommation et du commerce du charbon. Entre 2009 et 2010, la production et la consommation mondiales de charbon ont augmenté de 6,3 et de 7,6 % respectivement<sup>13</sup>. La Chine et l'Inde figurent parmi les trois pays qui viennent en tête pour la production et la consommation de charbon dans le monde<sup>14</sup>. L'Australie est le premier exportateur mondial de charbon et le Japon reste le premier importateur mondial.

31. Pendant la période de forte hausse des cours des produits de base 2002-2008, les cours mensuels du charbon thermique australien ont atteint en juillet 2008 un sommet de 193 dollars des États-Unis par tonne, avant de retomber, en mars 2009, à 65 dollars par tonne, en raison de la récession économique mondiale (fig. VII). Soutenu par la vivacité de la demande en Chine, le prix du charbon augmente depuis avril 2009. Malgré une forte volatilité à court terme, le cours du charbon a continué à monter pour atteindre un record cyclique en janvier 2011. En 2010 et durant le premier trimestre de 2011, les cours du charbon ont été respectivement de 106 et 135 dollars.

32. Comme la lutte contre le changement climatique s'intensifie, il est probable que les perspectives du charbon sur le marché mondial à moyen terme dépendront des accords et des politiques de réduction des émissions de carbone et de la mise au point de techniques de capture et de séquestration du dioxyde de carbone (CO<sub>2</sub>).

---

<sup>11</sup> « German energy plan seen as viable », *Financial Times*, 21 juin 2011.

<sup>12</sup> Agence internationale de l'énergie, « Key world energy statistics 2010 » (Paris, 2010).

<sup>13</sup> « BP statistical review of world energy 2010: June 2011 ». (Londres, 2011). Ces chiffres reposent sur des estimations établies en MTEP (millions de tonnes d'équivalent pétrole).

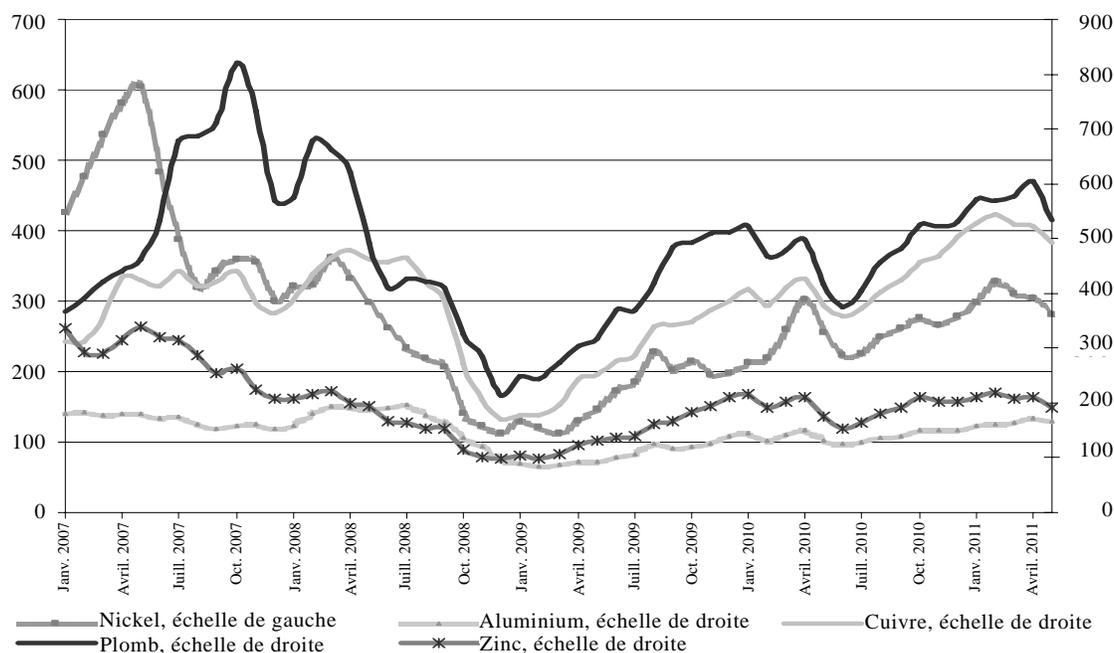
<sup>14</sup> Ibid.

## G. Minéraux, minerais et métaux

33. Les minéraux, les minerais et les métaux ont vu leurs cours augmenter fortement en 2010-2011, emportés par les cours du cuivre, du plomb et du zinc, en réponse à une reprise plus vigoureuse que prévu dans les pays émergents. Ainsi, en 2009, la demande chinoise de métaux vils a augmenté de 24 % environ tandis que la consommation diminuait de 13,5 % dans le reste du monde. Cette tendance à la hausse des cours des métaux s'est poursuivie en 2010-2011 (fig. VIII) sous l'effet d'un resserrement de l'offre et de la vivacité de la demande des pays asiatiques et du Brésil. Au cours des prochaines années, l'insuffisance des investissements dans l'ouverture de nouvelles mines, allant de pair avec une situation déjà préoccupante de la capacité d'extraction, devrait amener une nouvelle réduction de l'offre. Ainsi, si la demande continue à augmenter au rythme observé ces dernières années, les cours des métaux pourraient encore monter à moyen terme.

Figure VIII  
Indices des prix des métaux non ferreux, janvier 2007-mai 2011

(Base 100 en 2000)



Source : UNCTADstat.

34. Entre 2003 et 2008, la demande asiatique de minéraux, minerais et métaux a poussé les cours vers des records, mais le début de la crise financière a inversé la demande de la plupart de ces produits de base, ce qui a entraîné une chute spectaculaire des cours. La baisse de la demande a également gonflé les stocks et pesé sur les prix.

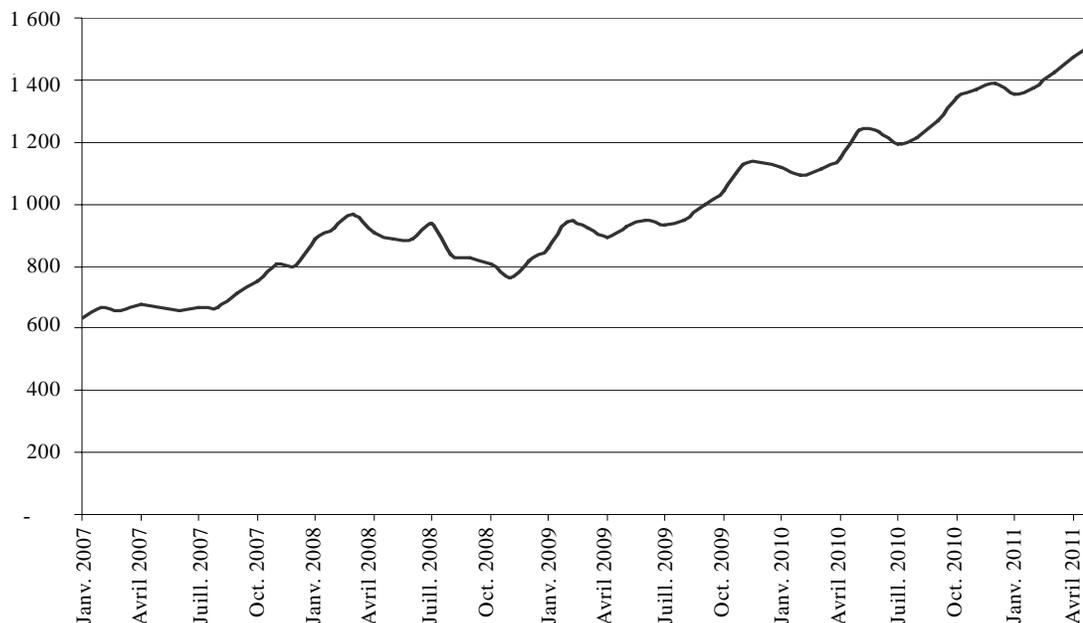
35. Depuis 2009, les cours du cuivre sont en hausse. En 2009, ils ont plus que doublé, en raison de la demande chinoise. Les cours ont continué de monter en 2010

du fait de tensions sur l'approvisionnement causées par l'insuffisance des investissements dans les mines de cuivre. Selon le Groupe international d'étude du cuivre (ICSG), la production annuelle de cuivre raffiné accusait un déficit estimé à 250 000 tonnes environ en 2010 et qui devrait atteindre 377 000 tonnes en 2011. Grâce à la croissance tendancielle de la demande, la consommation devrait augmenter rapidement, ce qui devrait avoir un effet très appréciable sur les prix si la capacité d'offre est insuffisante. L'incertitude résultant de facteurs tels que des troubles politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, des modifications apportées aux politiques commerciales et monétaires et les séquelles du séisme du Tohoku, au Japon, pourrait affecter les déficits de production et donc influencer les cours.

36. Les cours du plomb, du zinc, du nickel et de l'étain ont diminué en 2008, par suite de l'affaiblissement de la demande déclenché par la récession mondiale, mais ils sont repartis à la hausse en 2009 et ont poursuivi leur progression en 2010 en raison de la croissance rapide de l'affinage des métaux en Chine. L'augmentation de la consommation de plomb est due à une phase de reconstitution des stocks et à l'augmentation de son utilisation dans le secteur de l'automobile. La consommation de zinc a augmenté de 16,3 % pour progresser assez lentement en 2011. Les cours de l'étain ont subi l'influence de la forte demande asiatique, en Chine, au Japon, en République de Corée et dans la province chinoise de Taïwan, qui, ensemble, représentent environ 85 % de la consommation de la région.

37. L'or est un refuge traditionnel en temps d'incertitude. Au lendemain de la crise financière, on a vu la demande d'or progresser modestement, du fait de la baisse des marchés des actions. Mais en 2009, les cours de l'or ont augmenté de 32 % en raison de la récession en Europe et aux États-Unis, et de la forte demande en Asie, notamment en Chine et en Inde; et les cours ont augmenté de nouveau de 24 % en 2010, terminant l'année par un record de 1 390 dollars l'once (fig. IX). Divers facteurs expliquent la hausse des cours de l'or, et notamment la baisse du dollar, la baisse des taux d'intérêt et la montée de l'inflation. En juin 2011, les cours de l'or avaient atteint un nouveau record de 1 528 dollars l'once, les investisseurs se réfugiant dans l'achat d'or, avec la timide reprise de l'économie aux États-Unis et en Europe, et en particulier en raison des problèmes persistants de la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro. Les investisseurs achètent également des fonds indiciels cotés, qui les exposent au marché de l'or sans les obliger à acheter physiquement le métal. L'incertitude liée au traitement de la crise de la dette souveraine a également joué un rôle dans la progression spectaculaire du cours de l'or.

Figure IX  
**Les cours de l'or entre janvier 2007 et mai 2011**  
 (En dollars l'once)



Source : UNCTADstat.

#### **IV. La volatilité des cours des produits de base : politiques possibles aux niveaux national et international**

##### **A. Les politiques possibles face à la volatilité des cours des produits de base**

38. La présente section porte sur les fortes fluctuations récentes des cours des produits de base, l'impact de celles-ci sur les pays en développement et les politiques qui pourraient être suivies aux niveaux national et international.

39. La volatilité des cours des produits de base a été considérable au cours des 10 dernières années. La hausse des cours entre 2002 et 2008 a été la plus longue, la plus forte et la plus large depuis des décennies. De plus, la baisse des cours qui a suivi la crise mondiale récente, qui a éclaté au milieu de 2008, est frappante à la fois par sa brutalité et par le nombre des produits concernés. Depuis le milieu de 2009, et en particulier depuis l'été 2010, les cours mondiaux des produits de base augmentent à nouveau rapidement (à l'exception de certains reculs temporaires au deuxième trimestre de 2011).

40. Il y a à ce phénomène de nombreuses explications, parmi lesquelles figure la financiarisation des produits de base en tant que classe d'actifs. Les cours élevés de tout un ensemble de produits de base et les avantages potentiels de la diversification des possibilités d'investissement ont paru attrayants aux yeux d'investisseurs

spéculatifs (par exemple, les fonds spéculatifs, les fonds en matières premières et les fonds indiciels cotés) sur les marchés des produits de base. Entre 2003 et 2008, l'investissement spéculatif se portant sur les indices en matières premières serait passé de 15 milliards de dollars à 200 milliards de dollars environ. Les questions de l'évolution des cours des produits de base et de la financiarisation de leur commerce sont examinées plus en détail dans l'annexe du présent document.

41. Les comparaisons à long terme montrent que la volatilité récente des cours n'est pas sans précédent, pour certains produits de base<sup>15</sup>. Par exemple, la volatilité des cours du pétrole en 2008, tout en étant remarquable, reste moins forte que ce qu'elle était au début des années 70. Cependant, la vitesse et l'amplitude des fluctuations récentes de prix d'un large ensemble de produits de base les distinguent manifestement des fluctuations des périodes précédentes<sup>16</sup>. Plus précisément, l'ampleur des fluctuations les plus récentes des cours des produits alimentaires et des métaux dépasse nettement la moyenne historique, tandis que l'ampleur du rebond des cours du pétrole se rapproche des moyennes historiques, mais ce rebond s'est effectué plus rapidement.

42. Les variations des cours qui sont prévisibles (en d'autres termes, celles qui suivent une tendance bien établie ou une évolution saisonnière bien connue) font rarement problème. Elles font problème quand elles suscitent une incertitude, soit qu'elles ne puissent être anticipées, soit qu'elles ne reflètent pas une évolution des caractéristiques fondamentales des marchés. La volatilité des cours devient alors préoccupante quand elle suscite des comportements d'aversion pour le risque qui aboutissent à des décisions d'investissement mal conçues. Quand la volatilité devient « excessive », c'est-à-dire quand elle cause des perturbations qui vont au-delà de la capacité de gestion des producteurs et des consommateurs, il faut prendre des mesures, et notamment par des mécanismes de soutien aux niveaux national et international.

43. La forte volatilité des cours des produits de base, si elle n'est pas gérée correctement, peut avoir des répercussions pour le développement. L'instabilité et l'incertitude des recettes compliquent non seulement la gestion des recettes fiscales, mais également la planification budgétaire et à long terme. La volatilité des cours peut également compromettre les efforts de développement en décourageant l'investissement, en alourdissant les déficits commerciaux et en aggravant la pauvreté des ménages, en particulier parce que l'exploitation des produits de base constitue généralement le principal moyen d'existence pour de vastes segments de la population des pays à faible revenu et des pays les moins avancés. Les fluctuations de la balance commerciale qu'entraîne la volatilité des cours des produits de base peut aussi avoir des répercussions graves sur le développement, en faisant varier les taux de change réels, et donc en accroissant le coût de l'emprunt extérieur et en limitant la capacité de servir la dette extérieure.

44. Au niveau international comme au niveau national, de nombreuses tentatives ont été faites pour tenter de remédier à la volatilité des cours des produits de base et en atténuer les effets, afin d'assurer aux producteurs un rendement considéré comme

<sup>15</sup> O. Calvo-Gonzales, R. Shankar et R. Trezzi, « Are commodity prices more volatile now? A long-run perspective », World Bank Policy Research Working Paper, n° 5460 (Banque mondiale, Washington, octobre 2010).

<sup>16</sup> J. Baffes et T. Haniotis, « Placing the 2006/08 commodity price boom into perspective », World Bank Policy Research Working Paper, n° 5371 (Banque mondiale, Washington, juillet 2010).

« rémunérateur ». Les stratégies suivies dans le passé ont consisté par exemple à a) gérer l'offre; b) soutenir les revenus pour protéger les pays en développement fortement dépendants de l'exploitation des produits de base contre la baisse des recettes d'exportation; c) gérer le risque de marché; d) gérer les recettes<sup>17</sup>; et e) diversifier et organiser la valeur ajoutée.

## **B. Les dispositifs de gestion de l'offre : les accords internationaux de produits**

45. Les milieux internationaux du développement ont, dans le passé, tenté de formuler une politique internationale viable des produits de base qui permette de contrecarrer la volatilité des cours et donc de stabiliser les recettes des producteurs, et cela s'est fait dans le cadre de la CNUCED. Le Programme intégré pour les produits de base a été proposé en août 1974 et approuvé à la quatrième session de la Conférence en 1976. Par la suite, des négociations ont été lancées pour la constitution d'accords internationaux de produits relatifs à un panier de produits de base. On pensait que ces accords permettraient de financer des stocks régulateurs de façon à réduire les fluctuations de prix et à stabiliser les cours à des niveaux rémunérateurs pour les producteurs. Le Fonds commun pour les produits de base a été créé, d'abord comme facilité de financement<sup>18</sup>. Cependant, le seul nouvel accord de produit contenant des clauses économiques qui ait été négocié dans le cadre du Fonds commun pour les produits de base, à la CNUCED, est l'Accord international sur le caoutchouc, puisque les autres accords, sur l'étain et le sucre notamment, ont été abandonnés.

46. Les dispositifs de gestion de l'offre ont également été appliqués par les offices de commercialisation de beaucoup de pays en développement. Ces organismes remplissaient un rôle de stabilisation des cours par la constitution de stocks nationaux et de stocks régulateurs, mais ils ont le plus souvent été démantelés durant les années 80 et 90, à l'occasion de l'adoption des programmes d'ajustement structurel.

47. Le dispositif de gestion de l'offre qui atteint le mieux son but est sans doute l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). Ce but est d'assurer la stabilisation des cours sur les marchés internationaux du pétrole, en tenant dûment compte des intérêts des pays producteurs et de la nécessité de leur assurer un revenu régulier<sup>19</sup>. Pour atteindre cet objectif, les contingents sont périodiquement adaptés à la conjoncture. Malgré certains problèmes dans l'application de ces contingents, la gestion de l'offre de pétrole par l'OPEP a généralement aidé à stabiliser les cours mondiaux du pétrole, améliorant ainsi la prévisibilité, pour les producteurs, des recettes d'exportation. Le dialogue entre les fournisseurs et les consommateurs a également servi à contrôler l'offre sur le marché du pétrole, ce qui a assuré une plus grande stabilité à une économie mondiale fortement dépendante du pétrole.

<sup>17</sup> FMI, « The role of fiscal institutions in managing oil revenue boom » (SM/07/88, Washington, mars 2007).

<sup>18</sup> L'accord établissant le Fonds commun pour les produits de base, adopté en 1981, n'est entré en vigueur qu'en 1989, son premier guichet, conçu pour financer les stocks régulateurs, ayant été fermé.

<sup>19</sup> Voir : <http://www.nccr-trade.org/publication/oil-supply-management-practices-the-organization-of-petroleum-exporting-countries-opec-under-the-w/>.

### C. Soutien des recettes d'exportation

48. Les mécanismes de financement compensatoire, conçus pour compenser les baisses des recettes et amortir les chocs à court terme causés par les cours, n'ont pas mieux fonctionné que les accords internationaux de produit, en particulier parce que jusqu'au début de 2002, les cours de nombreux produits de base accusaient une baisse séculaire. Les meilleurs exemples de mécanisme de financement compensatoire sont a) la Facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus (FFCFI) du Fonds monétaire international, qui remonte à 1988 mais qui avait été précédée par la Facilité de financement compensatoire, qui fonctionnait depuis 1963; et b) le système STABEX de stabilisation des recettes d'exportation, créé par l'Union européenne<sup>20</sup> et le système Vulnérabilité FLEX (V-FLEX), également conçu par l'Union européenne, comme instrument de financement à court terme, qui aide les pays ACP (Afrique, Caraïbes, Pacifique) les plus vulnérables à amortir l'impact de la crise financière et économique mondiale et ainsi à amortir ses conséquences sociales.

49. L'objectif de la FFCFI était d'amortir les effets des baisses temporaires, d'origine exogène, des recettes d'exportation de marchandises en dessous de la tendance à moyen terme dans un pays donné. La Facilité cherche à permettre aux pays qui, ou bien n'ont pas assez de réserves, ou bien n'ont pas la capacité d'emprunter à l'extérieur, de régulariser la consommation nationale face à une baisse temporaire brutale des recettes d'exportation. Les conditions d'admission au financement compensatoire de la FFCFI sont : a) la constatation d'une chute temporaire des exportations ou d'une augmentation brutale des importations de céréales imputable à des facteurs échappant au contrôle des autorités du pays; b) un problème de balance des paiements; et c) le consentement à coopérer avec le FMI pour tenter de résoudre le problème.

50. Les programmes de soutien des revenus, tout en poursuivant des objectifs proches de ceux des mécanismes compensatoires, offrent une protection contre les chutes brutales des recettes d'exportation et, à cet égard, traitent l'aspect « prix » tout autant que la diminution potentielle des rendements. Les États-Unis, par exemple, ont créé en 1996 l'Agence de gestion des risques pour gérer les programmes de la Société fédérale d'assurance des récoltes (FCIC) et les divers dispositifs, autres que les assurances de gestion des risques, qui aident les agriculteurs<sup>21</sup>. Ces programmes sont généralement basés sur la vente d'une assurance des récoltes par des courtiers privés habilités, mais la FCIC assure l'appui voulu en fournissant une facilité de réassurance (il s'agit donc en d'autres termes d'une assurance subventionnée).

51. Une assurance plus traditionnelle des récoltes prend généralement en compte uniquement le risque « rendement » (assurant une protection contre les pertes physiques qui peuvent survenir pendant une campagne); mais ce type d'assurance peut être conjugué avec des mécanismes d'atténuation du risque pris de façon à assurer une protection complète. Quelques pays seulement – comme l'Afrique du

<sup>20</sup> Deux autres dispositifs de financement compensatoire sont à mentionner : le Système de sauvegarde et de développement de la production minière (SYSMIN) et le Programme de financement compensatoire de la Suisse.

<sup>21</sup> Voir <http://www.rma.gov/>.

Sud, l'Éthiopie, le Kenya et le Malawi<sup>22</sup> – ont organisé l'assurance des récoltes; cependant, comme le changement climatique va sans doute exacerber ce type de risque, l'intérêt de ces dispositifs ne pourra qu'augmenter et sera sans doute vivement débattu dans un avenir prévisible<sup>23</sup>. Une initiative visant à élaborer un dispositif de mise en commun des risques dans les pays des Caraïbes, par exemple pour le café en Jamaïque, est à l'étude et pourrait recevoir l'appui d'une facilité caraïbe d'assurance contre le risque de catastrophe, organisme qui actuellement ne couvre pas l'agriculture.

#### **D. Mécanismes du marché pour la gestion des risques**

52. Depuis les années 90 – dans un contexte d'amélioration partielle des dispositifs nationaux et internationaux de stabilisation des prix face au problème de fluctuation des cours des produits de base que connaissent les pays en développement – on a réfléchi à l'utilisation possible de mécanismes marchands pour gérer les risques inhérents à ces fluctuations. Ce sont des instruments conçus pour amoindrir l'exposition au risque de prix à l'aide de mécanismes des marchés financiers ou d'autres institutions. Les contrats portant sur des produits dérivés sont habituellement négociés dans les bourses internationales des matières premières des grandes places financières (par exemple Londres et New York). Techniquement, ces mécanismes permettent aux producteurs ou au gouvernement des pays producteurs de limiter les risques découlant de variations imprévues des cours en transférant ces risques sur les investisseurs. Ces instruments de protection utilisés sont par exemple des types essentiels tels que les contrats à terme, les ventes à terme et les options, mais peuvent comprendre aussi des combinaisons complexes (par exemple des fourchettes de taux, des instruments hors cote, notamment), l'instrument utilisé dépendant de la stratégie suivie par l'utilisateur final pour se protéger contre les risques.

53. Cependant, l'utilisation de ces instruments du marché n'est pas largement répandue dans les pays en développement à faible revenu en raison de leur complexité et de leur ambition, et du coût de leur utilisation. Ainsi, on s'intéresse désormais à l'idée d'ouvrir dans les pays en développement des bourses de commerce, qui offriraient des moyens de protection adaptés aux besoins des producteurs et négociants nationaux. Cependant, tous les pays en développement, et en particulier tous les pays à faible revenu fortement dépendants des produits de base, n'ont pas le nombre critique de négociants et d'exportateurs professionnels ni de gros négociants des produits de base nécessaire pour faire fonctionner correctement une bourse de commerce offrant des possibilités viables et effectives de protection contre le risque. Quoi qu'il en soit, alors que les marchés à terme peuvent aider à résoudre les problèmes liés à la variabilité des prix, ils ne peuvent pas résoudre ceux de la baisse à long terme des cours des produits de base et des tendances à la dégradation des termes de l'échange des pays fortement dépendants de la production des matières premières.

---

<sup>22</sup> En 1995, l'Union européenne a créé TARSIM, un service chargé, en partenariat avec un pool de compagnies d'assurances, d'organiser une assurance des récoltes (avec des contributions publiques qui bonifient la prime d'assurance).

<sup>23</sup> K. Dervis, « Given that mitigating climate change requires investment, how much should we invest and when? », The Climate Change Challenge, Institut mondial de l'ONU pour la recherche sur l'économie du développement (UNU-WIDER), conférence annuelle 11.

54. Au cours de la décennie écoulée, on a constaté que les pays en développement, par exemple lors de la Conférence de l'Union africaine des ministres du commerce en 2005, s'intéressaient à l'idée d'utiliser certains de ces instruments, et notamment les bourses de commerce. Quelques pays en développement ont déjà atteint le niveau de complexité institutionnelle et acquis les caractéristiques des marchés et des personnels professionnels nécessaires pour faire fonctionner correctement une bourse de commerce. La Malaisie et le Brésil ont réussi à créer une bourse de commerce grâce à des initiatives privées, en tirant parti de la taille de leur marché intérieur ou de leur part de marché d'un produit donné, où ils ont une position dominante; un certain contrôle est exercé par les autorités du pays.

55. Quelques pays africains à faible revenu dépendant des produits de base ont également établi ou envisagent d'établir des bourses de commerce. Par exemple, la bourse de commerce éthiopienne a commencé des opérations commerciales portant sur le café en avril 2008. Cet organisme a depuis lancé des opérations assorties de contrats à terme pour d'autres matières premières comme le maïs, le blé ou encore les fèves et le sésame transformées ou non transformées.

## **E. Gestion des recettes d'exportation**

56. Plusieurs initiatives régionales, dans les pays en développement, témoignent de la volonté politique d'encourager la transparence et la bonne gouvernance dans la gestion des recettes d'exportation. En Afrique, d'importantes initiatives sont à mentionner, par exemple le Mécanisme d'évaluation intra-africaine du Nouveau Partenariat pour le développement de l'Afrique (NEPAD)<sup>24</sup>. Dans la région de l'Asie et du Pacifique, d'importantes initiatives d'amélioration de la transparence ou de lutte contre la corruption sont conduites par la Banque asiatique de développement (par exemple, l'initiative Asie-Pacifique de lutte contre la corruption BASD/OCDE) ou encore par la Coopération économique Asie-Pacifique (Groupe d'experts des marchés publics – Équipe de travail contre la corruption et pour la transparence). En Amérique latine, la Convention interaméricaine contre la corruption<sup>25</sup>, négociée sous l'égide de l'Organisation des États américains, est un remarquable exemple d'action régionale dans le monde en développement. La volonté politique d'interdire tout refuge à des fonctionnaires corrompus ou à ceux qui les corrompent a déjà été manifestée par l'Organisation des États américains et par le Forum de l'APEC.

57. Au niveau national, divers dispositifs de gestion des recettes d'exportation, par exemple les fonds de stabilisation, ont été conçus et appliqués pour lisser les fluctuations résultant de la variabilité des prix des produits de base au fil du temps, et ainsi pour réduire les graves perturbations qu'entraînent ces fluctuations pour la planification macroéconomique et notamment pour des dépenses publiques d'importance critique.

<sup>24</sup> A/57/304, annexe.

<sup>25</sup> Voir E/1996/99.

### Fonds de stabilisation

58. Les fonds de stabilisation des cours ont été établis et fonctionnent dans plusieurs pays en développement dépendant des produits de base afin de les aider à réduire les fluctuations des recettes budgétaires. Ces fonds accumulent des recettes d'exportation au-delà d'un seuil pendant les périodes de haute conjoncture et opèrent des transferts au budget du pays ou à l'économie pendant les périodes de baisse. L'objet est là encore de lisser les dépenses publiques sur la période du cycle conjoncturel et d'éviter ainsi des variations brutales des dépenses, et notamment des dépenses d'équipement, et de mieux financer les services publics tels que la santé publique, l'éducation et l'équipement, variations qui risqueraient d'avoir de graves conséquences pour la discipline budgétaire. Les actifs des fonds souverains des pays en développement ou des pays émergents, alimentés pour la vente des produits de base, atteindraient 1 900 milliards de dollars<sup>26</sup>.

59. Les fonds de stabilisation budgétaire sont un moyen qu'ont utilisé plusieurs pays exportateurs de produits de base depuis quelque temps, et qui intéresse de nombreux autres pays en développement en période de forte volatilité des cours et d'incertitude quant aux recettes d'exportation.

60. L'expérience qu'ont faite certains pays en développement des fonds de stabilisation a montré que leur bon fonctionnement supposait l'existence d'un solide cadre institutionnel, et l'adoption de normes de transparence et d'obligations comptables. Une démarche impliquant tous les acteurs concernés, comme l'Initiative de transparence des industries extractives<sup>27</sup>, impliquant le secteur privé et des organisations de la société civile, a aidé à encourager dans certains pays ce respect de la transparence, de l'obligation comptable et de la bonne gouvernance dans l'utilisation de ces fonds de stabilisation. Ces initiatives ont également servi à dévoiler des irrégularités financières qui peuvent faire sombrer ces fonds. Mais en fin de compte, la vigueur de ces initiatives pluralistes dépend de l'autorité et de l'efficacité du processus déclenché, qui à leur tour dépendent du respect de normes rigoureuses de notification et d'audit et de l'existence d'un processus extérieur de validation, comportant des modèles et des calendriers précis.

61. Ces aspects rendent l'application de ces fonds techniquement complexe et coûteuse, certains pays n'ayant pas les capacités nécessaires. En outre, les initiatives réunissant tous les acteurs d'un secteur établissent des mécanismes de responsabilisation dans le cadre de réseaux complexes qui améliorent la participation mais risquent de compromettre les incitations locales à renforcer les institutions nationales, et notamment le parlement<sup>28</sup>. L'un des principaux problèmes est de savoir comment mettre en place un cercle vertueux grâce auquel le dialogue entre tous les acteurs peut contribuer aux processus politiques intérieurs et les renforcer.

<sup>26</sup> Sovereign Wealth Fund Institute (voir <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>).

<sup>27</sup> Voir [http://siteresources.worldbanl.org/INTSDNET/Resource/5944695-1254248728084/IDA\\_EITI\\_2010.pdf](http://siteresources.worldbanl.org/INTSDNET/Resource/5944695-1254248728084/IDA_EITI_2010.pdf).

<sup>28</sup> Voir Sam Jones, *Sub-Saharan Africa and the "Resource Curse": Limitations of the Conventional Wisdom*, DIIS, Working Paper, n° 2008:14 (Copenhague, Institut danois pour les études internationales, 14 mai 2008).

## F. Diversification et création de valeur ajoutée

62. Les effets à long terme de l'instabilité des cours des produits de base sont d'autant plus grands que le pays dépend de l'exportation de ces produits. Ainsi, à long terme, réduire la dépendance à l'égard des produits de base peut aider à répondre indirectement au problème de la volatilité des cours. Il existe plusieurs mesures de diversification possibles – par exemple l'intégration verticale de la production et des procédés industriels, qui permet au pays de recueillir une proportion plus grande de la valeur ajoutée le long de la chaîne de production, et la diversification de son économie.

63. Cependant, plusieurs facteurs s'opposent à cette diversification : a) l'existence d'obstacles structurels au commerce international (par exemple la progressivité des droits de douane et des normes techniques), b) l'insuffisance des ressources susceptibles d'être investies dans le secteur considéré, qui peut être la conséquence de la volatilité des prix des produits de base; c) la fragilité de l'équipement du pays, en particulier en ce qui concerne le coût et l'existence de moyens de transport et de stockage; d) le manque de personnel qualifié pour la production et la vente de produits autres que les produits de base et e) l'accès limité aux capitaux. D'autres facteurs pèsent sur la capacité des pays en développement fortement dépendants des produits de base de diversifier leur économie, comme les facteurs sociaux et politiques, et des facteurs macroéconomiques comme le fardeau de la dette ou la dévaluation de la monnaie, qui favorisent l'accroissement de la production et rendent l'exportation de produits traditionnels plus facile à court ou moyen terme.

64. L'expérience acquise par certains pays en développement fortement dépendants des produits de base, comme le Chili, Maurice et la Malaisie, montre qu'une diversification réussie de l'économie peut être réalisée par des partenariats systématiques avec divers acteurs du secteur des produits de base, et en particulier les entreprises transnationales. Le transfert de savoir faire et de technologie peut être facilité par des incitations et par des coentreprises entre les entreprises locales et multinationales dans l'industrie, indépendamment des politiques visant à prescrire l'inclusion de règles visant le transfert de technologie dans les accords de licence, en particulier si ces transferts sont systématiquement évalués, et dans les cas où les organisations concernées sont rémunérées pour leur action démontrée de création de capacités intérieures.

65. Les gouvernements ont un rôle important à jouer, celui de formuler les objectifs à moyen et à long terme d'une stratégie de diversification compatible avec les priorités générales de développement du pays et celui de créer un environnement favorable à la formation de valeur ajoutée, notamment par une plus grande participation des entreprises et producteurs nationaux à des niveaux toujours plus élevés de la chaîne de valeur.

## V. Conclusions

66. Par nature, les marchés des produits de base sont instables, comme l'a démontré le cycle de surchauffe 2007-2010. En fait, la forte montée des cours des produits de base depuis 2002 s'expliquait par des contraintes pesant sur l'offre, dues elles-mêmes au sous-investissement au cours des 20 dernières années, tant dans l'industrie extractive que dans l'agriculture. C'est dire la nécessité d'augmenter

durablement les investissements dans les produits de base comme moyen de remédier à l'instabilité des cours due à des déséquilibres entre l'offre et la demande. La volatilité des marchés des produits de base pose beaucoup de problèmes aux pays en développement, notamment aux pays importateurs vivriers nets et à ceux qui sont fortement dépendants de l'exportation d'un petit nombre de produits de base, ce qui est le cas de beaucoup de PMA. Dans le passé, diverses mesures de soutien internationales, régionales et nationales ont été prises et appliquées avec un succès variable. En outre, les tendances récentes sur les marchés des produits de base ont ajouté des dimensions nouvelles et complexes au problème de la volatilité des cours. Des politiques innovantes et cohérentes aux niveaux national, régional et international sont donc nécessaires pour que la volatilité des cours ne compromette pas la croissance et le développement d'un pays et ses efforts pour éliminer la pauvreté.

67. À ce sujet, il serait utile que la communauté internationale réexamine les dispositifs de gestion de l'offre dans la situation nouvelle des marchés des produits de base, tout en explorant la capacité de ces dispositifs d'améliorer la coopération entre producteurs et consommateurs et de stabiliser les marchés. Divers programmes de soutien des revenus peuvent aider à remédier aux effets des chocs à court terme sur les cours, qui se traduisent par des fluctuations des recettes d'exportation. Cependant, les procédures d'accès à ces programmes doivent être simplifiées et accélérées de façon à répondre aux besoins urgents des pays admis à en bénéficier, notamment par des mesures contre-cycliques.

68. Les instruments de gestion du risque existant sur le marché, comme les contrats à terme, les options ou les assurances sur indice météorologique, permettent de réduire la volatilité des cours des produits de base et divers autres risques, si les conditions préalables sont déjà réunies. Cependant, un effort énorme est nécessaire pour mettre en place le cadre juridique et réglementaire et les mécanismes institutionnels nécessaires et pour aider les clients potentiels à bien comprendre et utiliser ces instruments. En outre, pour réduire la volatilité excessive des cours sur des marchés des produits de base « financiarisés », il faut disposer d'une réglementation plus rigoureuse et réaliser une plus grande transparence. Mais pour éviter de compromettre le rôle positif des marchés à terme qui dégagent des capitaux et facilitent la découverte des prix, ces instruments devront s'appliquer aux activités des participants « non commerciaux » qui sont sans rapport avec les fondamentaux des marchés.

69. L'extrême vulnérabilité des pays en développement richement dotés en ressources minérales à ce que l'on appelle le « mal néerlandais » ou encore la malédiction des ressources naturelles appelle l'adoption d'une politique budgétaire prudente et une bonne gestion des taux de change réels afin de réduire la dépendance à l'endettement extérieur. La création de mécanismes institutionnels tels que des fonds de stabilisation aidera à mieux gérer l'économie et à éliminer les pièges associés à cette malédiction des ressources naturelles. La diversification réduira la dépendance à l'égard d'un nombre trop limité de produits de base dans la génération des recettes d'exportation et améliorera à long terme la robustesse des pays en développement face aux chocs causés par les fluctuations des prix des produits de base. Cependant, le rôle de l'État est critique, puisqu'il peut choisir un ordre de priorité dans la diversification sectorielle dans les stratégies du développement à moyen et à long terme, la mobilisation des ressources et le contrôle de leur utilisation.

70. Les épisodes successifs de volatilité extrême des cours sur les marchés des produits de base et les fluctuations brutales et imprévues des prix ont déjà inspiré une action collective mondiale. Les ministres de l'agriculture des principaux pays membres du Groupe des Vingt (G-20) réunis sous présidence française à Paris les 22 et 23 juin 2011 ont publié une déclaration ministérielle établissant un Plan d'action sur la volatilité des prix alimentaires et l'agriculture. L'élément central de ce plan d'action, qui comprend cinq points, est la création du Système d'information sur les marchés agricoles. Son premier objectif est de remédier au renchérissement des prix alimentaires par une réglementation plus rigoureuse des investissements sur les marchés des produits de base et des politiques nationales relatives aux biocombustibles. Une action au niveau international cherchant à accroître la transparence sur les marchés physiques des produits de base, à améliorer la gestion et la prévention des crises vivrières et à renforcer les instruments de protection, de façon à mieux protéger les populations les plus pauvres, aiderait à réduire la volatilité excessive des cours.

## Annexe

### L'évolution des cours des produits de base et la financiarisation de leur commerce

#### I. Introduction

1. La volatilité des cours et l'incertitude qu'elle introduit dans les décisions ont toujours été caractéristiques des marchés des produits de base. Cela tient au fait que : a) l'offre et la demande à moyen et à long terme des produits de base sont déterminées par des facteurs inconnus, par exemple le taux indéterminé d'épuisement des ressources non renouvelables et les effets inconnus du changement climatique sur la production agricole; b) les données de stock, qui fournissent des signaux précieux quant aux attentes à court terme sur les cours, souffrent d'erreurs de mesure appréciables<sup>a</sup>; et c) les données sur l'état actuel de l'offre et de la demande mondiales de produits de base ne sont publiées qu'avec un long retard et doivent fréquemment être révisées. C'est pourquoi, même des opérateurs bien informés doivent faire des conjectures sur les prix en se basant sur des données partielles et incertaines.

2. La situation est compliquée par le fait que l'incertitude sur les marchés des produits de base va sans doute augmenter encore. Ces dernières années, l'industrialisation et l'urbanisation rapides et les changements rapides des habitudes alimentaires dans les pays émergents, en particulier en Asie, ont entraîné à la hausse la demande de produits de base. En revanche, il est difficile de mesurer avec précision l'impact de ces signaux sur l'évolution à court terme des relations entre l'offre et la demande. Cela est dû non seulement à des incertitudes quant à la stabilité de la croissance économique rapide dans les pays émergents, mais aussi et surtout à de graves lacunes des données concernant la demande, l'offre et les stocks de produits de base de ces économies.

3. Ces signaux venant de la demande se conjuguent à des doutes grandissants au sujet de la possibilité réelle de percées technologiques dans l'avenir proche et quant à la capacité de surmonter rapidement les nouveaux obstacles de nature technologique à une augmentation parallèle de l'offre de produits de base, comme cela a été le cas dans le passé. S'agissant du pétrole, par exemple, on débat de l'existence d'un « pic pétrolier » qui serait atteint dans un avenir proche. S'agissant des produits agricoles, des indications relatives à un ralentissement de la croissance de la productivité agricole ont encore accru une inquiétude déjà forte au sujet de l'utilisation des terres, de la pénurie d'eau et plus généralement du lien entre production agricole et changement climatique. De plus, les biocarburants de première génération, fabriqués à partir de denrées alimentaires, semblent avoir considérablement accru la pertinence de l'information énergétique dans le commerce des produits de base agricoles, et réciproquement. La faiblesse de l'investissement consacré à la production, l'équipement et la recherche sur les moyens d'accroître la croissance de l'offre de produits de base au cours des

---

<sup>a</sup> G. Gordon, F. Hayashi et K. G. Rouwenhorst, « The fundamentals of commodity futures returns », *NBER Working Paper*, n° 13249 (Cambridge, Mas., National Bureau of Economic Research, juillet 2007), et M. S. Khan, « The 2008 oil price “bubble” », *Policy Brief*, n° PB09-19 (Washington, Peterson Institute for International Economics, août 2009).

dernières décennies, quand les cours étaient bas, serait la principale cause de ces contraintes d'offre.

4. Dans une pareille situation d'incertitude accrue sur les cours, le rôle traditionnellement joué par les marchés des produits financiers dérivés des matières premières dans la découverte du prix et la gestion du risque ont acquis une importance nouvelle<sup>b</sup>. Les bourses de commerce remplissent de façon adéquate leur rôle dans la découverte du prix des matières premières et le transfert des risques si les participants aux transactions tout à la fois utilisent l'information publiée et décident de leurs transactions sur la base : a) d'une information indépendante et individuelle procurée par une connaissance intime d'événements précis relatifs aux marchés des produits de base; et b) leurs propres projets d'offrir ou de demander des produits de base.

## II. La financiarisation du commerce des produits de base

5. Le rôle grandissant des projets financiers, des marchés financiers et des acteurs financiers sur les marchés des produits de base – ce qu'on appelle souvent la « financiarisation du commerce des produits de base » – compromet de plus en plus la fonction de découverte de prix et de transfert du risque que jouent les marchés des produits dérivés des produits de base. Alors que les spéculateurs ont de longue date été actifs sur les marchés des produits de base, la spéculation sur les produits de base retient de plus en plus l'attention après la bulle spéculative sur le marché des actions en 2000, et la diversité des participants aux transactions sur les marchés des produits dérivés des produits de base et des instruments qu'ils utilisent s'est considérablement accrue depuis la première moitié des années 2000.

6. L'investissement sur indices de produits de base est probablement ce qui retient le plus l'attention depuis quelques années. L'investissement sur indices suit de près le rendement d'un panier pondéré de produits de base [par exemple le Standard and Poor Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) et l'Indice des produits de base Dow Jones-Union de banques suisses (DJ-UBSCI)]. Ces indices sont des indices composites de la valeur des contrats à terme portant sur un large ensemble de produits de base échangés dans des bourses de commerce. Selon les données relatives aux investissements sur indices, la position nette totale de ces

<sup>b</sup> Les produits dérivés des matières premières sont notamment les contrats à terme et contrats sur options à terme conclus sur des places financières organisées, ainsi que les contrats à terme d'instruments financiers, sur options à terme et d'échanges à terme (swaps) négociés de gré à gré. Un produit dérivé est un actif financier, prenant généralement la forme d'un contrat entre deux ou plusieurs parties, dont la valeur dépend, ou est dérivée de, un ou plusieurs actifs sous-jacents, par exemple un contrat de vente à terme d'une matière première ou un indice des matières premières. Les contrats à terme sont des accords portant sur l'achat ou la vente d'une quantité donnée d'une matière première à un prix déterminé à l'avance. Une option de vente est un contrat qui donne le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une certaine quantité à terme à un prix spécifié, à une date donnée ou pendant la période précédant celle-ci. Ce type de contrat protège contre des mouvements défavorables des cours en conservant la possibilité de profiter de l'éventualité d'une hausse des cours, contrairement aux contrats à terme. En outre, des produits personnalisés, tels que les échanges à terme (swaps) sont négociés de gré à gré. Les échanges à terme déterminent les cours des matières premières à moyen et à long terme. On trouvera un examen détaillé des instruments de gestion du risque lié aux matières premières dans : UNCTAD, « A survey of commodity risk management instrument » (document UNCTAD/COM/15/Rev.2 du 6 avril 1998, en anglais seulement).

d'investisseurs, aux États-Unis, se monterait à 246 milliards de dollars en mai 2011, après avoir passé par un maximum de 256 milliards en avril 2011. L'utilisation des fonds et obligations indiciaires cotés a rapidement augmenté depuis 2009<sup>c</sup>. Selon des données communiquées par Barclays Capital<sup>d</sup>, les actifs investis dans des produits indiciaires cotés représentaient 181 milliards de dollars en juin 2011, dont les trois quarts portaient sur des métaux précieux. La part de la valeur des actifs en matières premières dans le produit intérieur brut mondial a plus que quadruplé entre 2008 et 2010. Prises ensemble, ces données sur la spéculation sur les marchés des produits de base indiquent qu'en dépit d'une légère baisse au deuxième semestre de 2008, la financiarisation des marchés des produits de base se poursuit sans relâche jusqu'à présent (mai 2011) avec une légère baisse probablement temporaire<sup>e</sup>.

7. Outre un large ensemble d'instruments possibles, les investisseurs et les stratégies commerciales se sont diversifiés. Et surtout, une grande partie de l'investissement sur indices semble avoir abandonné les positions longues<sup>f</sup> portant uniquement sur les cours à terme des produits de base cadrant dans le calcul des principaux indices (tels que S&P GSCI et DJ-UBDCI) avec des contrats à terme à relativement brève échéance (1 mois à 3 mois), afin de prendre des positions qui comprennent des contrats à plus longue échéance (6 à 12 mois) portant sur des catégories bien précises de produits de base (les produits énergétiques par exemple) ou même des produits de base particuliers. Les opérateurs sur fonds indiciaires cotés peuvent prendre des positions longues sur les cours à terme des produits de base, mais également adopter des techniques de suivi des indices. Une importante évolution récente consiste en ce que certains fonds indiciaires cotés, tels que ceux qui portent sur le cuivre et l'aluminium, s'appuient sur des quantités physiques de ces métaux, plutôt que sur des contrats à terme. Les gérants de portefeuilles – tels que les fonds spéculatifs et les investisseurs institutionnels qui adoptent des stratégies commerciales différentes reposant sur les fondamentaux macroéconomiques, sur des recherches détaillées sur des produits de base, et sur des algorithmes pour les transactions ou pour le suivi des tendances, et qui s'appuient sur des considérations relatives à la diversification générale des portefeuilles financiers – prennent ordinairement à la fois des positions courtes et des positions longues et visent plutôt une gestion active orientée à court terme. Plus récemment, certains spéculateurs se sont lancés dans les transactions à haute fréquence à l'aide d'algorithmes.

8. Plusieurs raisons peuvent pousser à investir dans des produits de base. Comme, de longue date, il existe une corrélation positive entre le retour sur investissement dans les produits de base et l'inflation, et les investisseurs considèrent que les produits de base faciles à stocker, comme les métaux précieux, constituent un moyen efficace de protection contre l'inflation. Les investisseurs

---

<sup>c</sup> Les fonds indiciaires cotés sont essentiellement des parts de fonds communs de placement qui sont négociées sur les marchés des valeurs et qui suivent un indice spécifié des cours des matières premières sous-jacentes. Les obligations indiciaires cotées sont des titres dont l'émetteur effectue des versements calculés sur la base de la valeur d'un indice d'actifs sous-jacents en matières premières.

<sup>d</sup> Barclays Capital, « The Commodity Investor », Commodities Research (Barclays Bank PLC, 19 juillet 2011, Londres).

<sup>e</sup> Pour un complément d'examen de cette question, voir le *Rapport sur le commerce et le développement 2011* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.11.II.D.3, à paraître), voir chap. V.

<sup>f</sup> La position longue oblige le détenteur à prendre livraison (en d'autres termes à acheter) d'un produit de base; la position courte oblige le détenteur à le livrer (et donc à le vendre).

institutionnels dont l'horizon d'investissement est le long terme peuvent être attirés par les possibilités de diversification des bénéfices résultant d'une restructuration de leur portefeuille. À propos des données relatives à la période 1959-2004, on a fait observer que « la prime de risque sur les marchés à terme des produits de base est essentiellement la même que pour les actions, alors que les marchés à terme des produits de base donnent des rendements totaux qui sont en corrélation négative avec le rendement total des actions ou des obligations » et que « la corrélation négative entre les cours à terme des produits de base et des autres classes d'actifs est due pour une large part à leur comportement différent au cours du cycle conjoncturel »<sup>g</sup>. En outre, le choix limité des actifs dans lesquels il est possible d'investir dans certains pays émergents a peut-être encouragé certains financiers à considérer l'investissement dans les matières premières comme un moyen de s'engager dans des pays à économie de marché émergents où la croissance est rapide. En outre, investir dans des contrats d'achat à terme de matières premières peut assurer une protection contre les fluctuations du taux de change du pays en dollars. La plupart des produits de base sont libellés en dollars et leurs cours, en dollars, tendent à augmenter quand le dollar se déprécie. Enfin, la tendance récente des taux d'intérêt à la baisse a peut-être amené les investisseurs, individuels ou institutionnels, à rechercher des rendements plus élevés et donc à choisir des actifs plus risqués, tels que les produits de base, quand le rendement obtenu sur des actifs plus sûrs tels que les bons du Trésor est faible.

### III. L'incidence sur les prix des investissements financiers réalisés sur les marchés des produits de base

9. Comme il est largement reconnu que les investisseurs sont toujours plus nombreux sur les marchés des produits de base, il s'est amorcé, ces dernières années, un débat sur la question de savoir si cela a eu pour effet de faire monter les cours des produits de base et de les rendre plus instables. Certains auteurs considèrent que seuls des changements profonds dans les relations fondamentales entre l'offre et la demande peuvent expliquer l'évolution récente des cours des produits de base; ils font valoir que la présence d'investisseurs financiers plus nombreux sur ces marchés des produits de base a en fait eu pour effet de réduire les fluctuations des cours<sup>h</sup>. D'autres estiment que la financiarisation des marchés des produits de base tend à faire dévier leurs cours des niveaux qui seraient justifiés par les aspects fondamentaux de ces marchés, et que cela a des effets qui lèsent aussi bien les producteurs que les consommateurs<sup>i</sup>.

10. Le débat actuel porte sur deux questions liées entre elles. D'abord, on peut se demander comment un investissement financier affecte les cours de marchés physiques étant donné qu'un tel investissement est effectué surtout sur le marché à

<sup>g</sup> G. Gorton et K. G. Rouwenhorst, « Facts and fantasies about commodity futures », *NBER Working Paper* n° 10595, National Bureau of Economic Research (Cambridge, Mass., mars 2006), p. 1.

<sup>h</sup> Voir, par exemple, S. H. Irwin et D. R. Sanders, « The impact of index and swap funds on commodity futures markets: preliminary results », *OECD Food, Agriculture and Fisheries, Working Paper*, n° 27 (Paris, 2010).

<sup>i</sup> Voir, par exemple, C. L. Gilbert, « Speculative influences on commodity futures prices 2006-2008 », *United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper*, n° 197 (Genève, mars 2010).

terme et non au comptant. Deuxièmement, l'investissement financier modifie-t-il la demande et l'offre du produit de base à terme d'une façon telle que celles-ci font dévier les cours de leurs tendances fondamentales, ou accroissent leur volatilité?

11. Concernant la première question, sur beaucoup de marchés, la découverte du prix au moment même de la livraison est souvent le seul mécanisme de dernier ressort, tandis que le gros des transactions est effectué sur la base de cours à terme calculés à partir des cours à brève échéance (c'est-à-dire, les contrats dont l'échéance est proche)<sup>j</sup>. Pour ce qui est du pétrole brut, l'Agence internationale de l'énergie montre comment des pratiques commerciales courantes font que c'est le marché à terme qui détermine le prix auquel aura lieu la livraison physique du pétrole<sup>k</sup>. De plus, alors que les spéculateurs ne détiennent généralement pas physiquement le produit de base en question, leur intervention a pour effet d'accroître le prix à terme, ce qui à son tour incite d'autres spéculateurs à détenir des stocks.

12. On a observé que, pendant une période de hausse des cours des produits de base comme en 2006-2008, il n'y a pas eu d'accumulation des stocks; cette observation a donné lieu à un second argument, présenté par Paul Krugman au sujet des cours du pétrole<sup>l</sup>. Selon cet auteur, l'activité spéculative qui pousse les cours au-dessus des niveaux d'équilibre fondamentaux déclenche des déséquilibres sur le marché et un excès d'offre, qui en fin de compte entraîne une accumulation de stocks. Ce raisonnement revient à suggérer que, comme les stocks de pétrole déclarés n'ont pas augmenté, la spéculation ne peut pas avoir joué un rôle dans la hausse des cours du pétrole en 2008. Cependant, d'autres auteurs font observer que les données sur les stocks de pétrole sont notoirement inexactes<sup>m</sup>. Les stocks de pétrole ne sont pas déclarés par la plupart des pays qui ne sont pas membres de l'OCDE, et qui représentent pourtant près de la moitié de la demande mondiale de pétrole brut, et parmi ces pays se trouvent de très gros consommateurs comme la Chine; les données sur le pétrole se trouvant dans les pétroliers ne sont pas non plus communiquées, ce qui introduit une distorsion dans les données relatives aux stocks déclarés par les pays de l'OCDE. C'est pourquoi on ne peut tirer de conclusions solides de ces données. Plus fondamentalement, l'argument de Paul Krugman pourrait mettre du temps à jouer complètement. La hausse de la demande de contrats à terme tend à entraîner une augmentation des prix dans les contrats à terme dont l'échéance est éloignée, ce qui à son tour incite à accumuler des stocks; mais étant donné la très faible élasticité des prix à court terme de l'offre de produits de base, la courbe d'offre à court terme pour les stocks est proche de la verticale. De ce fait, seule une augmentation des prix au comptant peut satisfaire une demande en augmentation. Au fil du temps, la production et la consommation réagiront à la hausse des prix, les stocks augmenteront progressivement et les prix baisseront. Dans l'intervalle, cependant, il peut très bien s'être produit une bulle spéculative sur les cours des produits de base<sup>n</sup>.

<sup>j</sup> C. L. Gilbert, « How to understand high food prices », *Journal of Agricultural Economics*, vol. 61, n° 2 (2010), p. 409.

<sup>k</sup> Agence internationale de l'énergie, *Rapport sur le marché pétrolier à moyen terme* (Paris, OCDE/AIE, 2009), p. 107.

<sup>l</sup> Paul Krugman, « The oil nonbubble », *New York Times*, 12 mai 2008.

<sup>m</sup> M. S. Khan, « The 2008 oil price "bubble" », p. 5 [voir note a)].

<sup>n</sup> C. L. Gilbert, « How to understand high food prices », p. 408.

13. Troisièmement, les marchés au comptant et à terme sont liés l'un à l'autre par l'arbitrage; la multiplication des intermédiaires financiers sur certains marchés physiques et celle des négociants en produits physiques s'engageant dans des transactions financières ne peuvent que renforcer ce lien. Par exemple, selon des informations parues dans la presse, d'importantes institutions financières ont commencé à investir dans la création d'entrepôts, et plusieurs grandes maisons de commerce semblent se livrer à des paris spéculatifs sur les cours des produits de base<sup>o</sup>.

14. Concernant la deuxième question, il est à noter que la spéculation est un élément indispensable du marché des produits dérivés, car les spéculateurs ne sont autres que les contreparties des producteurs et des consommateurs qui ont besoin d'avoir un interlocuteur pour établir leur position. Dans ce sens, la multiplication des investisseurs sur les marchés à terme des produits de base peut comporter des avantages économiques importants en approfondissant les marchés et en aidant à satisfaire les besoins de protection des utilisateurs strictement commerciaux et de réduire ainsi leurs frais de protection. Les investisseurs financiers peuvent également encourager la liquidité des marchés des contrats à terme à assez longue échéance, facilitant ainsi la gestion des risques et la planification à long terme auxquelles se livrent les producteurs et les consommateurs des produits de base.

15. D'un autre côté, la mesure dans laquelle la participation grandissante des investisseurs financiers présente effectivement ces avantages dépend beaucoup de la question de savoir si leur prise de position suit réellement l'évolution des fondamentaux des marchés des produits de base et s'ils contribuent à la diversité des opinions et donc accroissent la liquidité du marché. Il est donc important de noter que la participation plus active des investisseurs financiers sur les marchés des produits de base peut avoir poussé ceux-ci à suivre la logique des marchés financiers plus que celle des marchés classiques de marchandises<sup>p</sup>. Sur ceux-ci, la découverte du prix repose sur l'information produite par une multitude d'agents indépendants qui agissent en suivant leurs propres préférences. Sur un marché de marchandises de type classique, les possibilités de profit découlent des décisions originales d'un individu, utilisant une information circonstancielle dont il dispose et qui le pousse à agir.

16. Par contraste, sur les marchés financiers, en particulier les marchés des actifs qui se classent dans la même catégorie générale de risque (par exemple les actions, les devises des pays émergents et plus récemment les produits de base), la découverte du prix repose sur l'information relative à un petit nombre d'événements couramment observables, ou même sur des modèles mathématiques qui s'appuient principalement sur une information passée plutôt que présente pour faire des projections de prix. Sur de tels marchés, le comportement le plus profitable consiste souvent à suivre la tendance pendant un certain temps puis à se retirer juste avant que la foule en fasse autant; en revanche, agir contrairement à ce que fait la

<sup>o</sup> V. Bias et J. Farchy, « Glencore reveals bet on grain price rise », *Financial Times*, 24 avril 2011. À consulter à l'adresse suivante : <http://www.ft.com/cms/s/0/aea76c56-6ea5-11e0-al3b-00144feabdc0.html#axzz1KtsjV7En>.

<sup>p</sup> Les investisseurs financiers peuvent également susciter un effet « poids de l'argent ». On trouvera un complément d'analyse dans : CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 2009* (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.09.II.D.16) au chapitre II, intitulé « La financiarisation des marchés des produits de base ».

majorité, même si cela est justifié par une information précise au sujet de tendances fondamentales, peut faire essuyer de lourdes pertes.

17. Le comportement moutonnier peut prendre des formes diverses. Il peut être justifié par des tendances irrationnelles et poser sur ce qu'on a appelé des « pseudo-signaux » incitant à prendre certaines positions sur les marchés des produits de base, par exemple l'information relative à d'autres marchés et l'utilisation de stratégies mécaniques, systématiques, comme la stratégie d'investissement inertielle ou les diverses stratégies de gestion tendancielle. De telles stratégies de placement supposent que l'évolution passée des cours est porteuse d'information sur leur évolution future, ce qui incite par exemple à repérer les tendances, afin de les suivre. Cela amène à acheter une fois que les prix montent et à vendre après qu'ils commencent à baisser, indépendamment de toute modification des fondamentaux.

18. Ce comportement moutonnier peut être également entièrement rationnel. Le comportement moutonnier reposant sur l'information, par exemple, consiste à imiter les autres dans des situations où les opérateurs estiment qu'ils peuvent recueillir une information en observant le comportement des autres acteurs. En d'autres termes, les investisseurs adoptent un comportement convergent parce qu'ils n'utilisent pas les informations privées qu'ils pourraient détenir. La prise de position reposant uniquement sur les actions antérieures d'autrui conduit en effet à des variations de prix en l'absence même de nouvelle information sur le marché. Une séquence de décisions de cette nature se traduit par un effet boule de neige qui finit par s'auto-entretenir et aboutir à des bulles spéculatives sur les prix des actifs. Le comportement moutonnier reposant sur l'information déjà acquise se constate généralement le plus souvent sur des marchés relativement opaques – comme celui des produits de base.

19. La persistance causée par ce comportement moutonnier de déviations de prix par rapport à des valeurs résultant des tendances de fond dépend de la vitesse et de l'efficacité de l'arbitrage. La possibilité d'arbitrage apparaît et permet d'obtenir sans risque un retour sur investissement positif. Une telle possibilité apparaît si les prix s'écartent des valeurs fondamentales ou quand les prix divergent entre deux marchés différents sur lesquels des actifs identiques sont cotés. Cependant, il est largement admis que l'arbitrage comprend des limites<sup>q</sup>. Par exemple, les arbitragistes rationnels ne sont pas nécessairement capables de corriger des prix aberrants, soit en raison d'une aversion pour le risque, soit simplement faute de capitaux<sup>r</sup>.

20. De plus, il n'est pas nécessairement optimal, pour des arbitragistes rationnels, d'agir au rebours des investisseurs irrationnels qui suivent une stratégie de gestion tendancielle. Au contraire, ils peuvent choisir d'acheter et de pousser le prix à la hausse après une bonne nouvelle initiale, ce qui incite les opérateurs en gestion tendancielle à acheter en masse le même actif. La réaction de ces derniers permettra aux arbitragistes rationnels de vendre au bon moment avec profit. Cependant, en

---

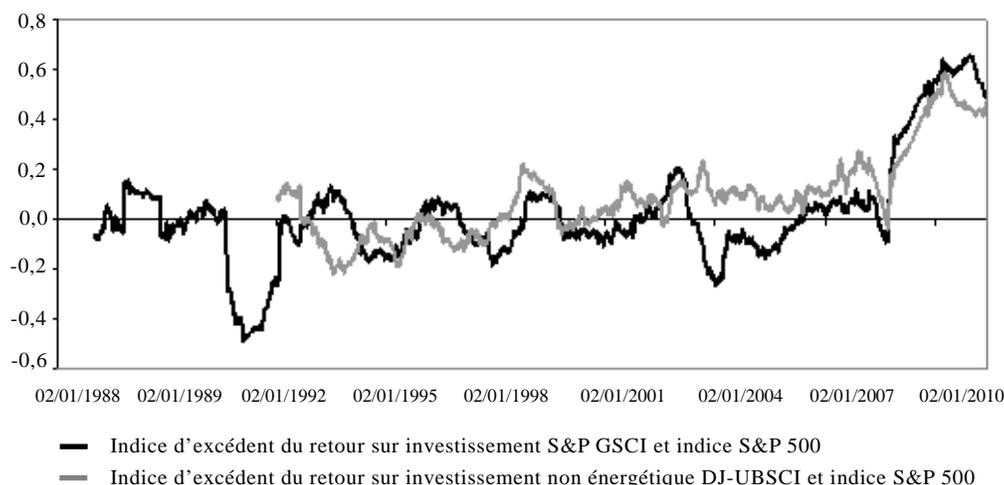
<sup>q</sup> D. Gromb et D. Vayanos, « Limits of arbitrage », *Annual Review of Financial Economics*, vol. 2, n° 1 (2010), p. 251 à 275.

<sup>r</sup> A. Shleifer et R. W. Vishny, « The Limits of arbitrage », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2 (1997), p. 737 à 783.

pareil cas, l'arbitrage profitable contribue aussi à écarter les cours des tendances fondamentales et ainsi à alimenter des bulles spéculatives à court terme<sup>s</sup>.

21. Il est difficile de déterminer dans quelle mesure la spéculation affecte le niveau et la volatilité des cours des produits de base car les données demeurent peu transparentes et mal désagrégées. La spéculation n'a probablement pas eu un impact durable. Cependant, diverses indications donnent à penser que les investisseurs financiers ont affecté la dynamique des cours à court terme. L'une de ces indications repose sur le rôle des modifications brutales des positions financières dans l'évolution des cours du pétrole entre février et mai 2011<sup>t</sup>. D'autres indications récentes toutes aussi importantes donnent à penser qu'ajouter des valeurs à terme de produits de base à leur portefeuille n'aide plus les spéculateurs à se protéger contre le risque sur le marché des actions. Le désendettement, qui a commencé avec la crise survenue au milieu de 2008 et qui a affecté tous les marchés d'actifs financiers, s'est traduit par une corrélation fortement positive entre le retour sur investissement sur les valeurs à terme de produits de base et le retour obtenu sur les investissements en actions (voir figure).

#### Corrélation entre les indices des produits de base et les indices des cours des actions, 1986-2011



Source : Calcul effectué par le secrétariat de la CNUCED d'après les données de Bloomberg.

Note : Les données découlent des corrélations en moyenne mobile sur un an entre les retours sur investissement d'après les indices correspondants, en valeurs quotidiennes.

22. Il ressort des données relatives à l'investissement dans un large ensemble de produits de base, représentées sur le graphique de la figure par la ligne en trait plein noir, que cette corrélation positive n'est apparue que durant la période précédant la récente crise financière, et qu'elle s'est encore accentuée après cette crise. Cependant, il est bien connu que les investissements dans les marchés à terme des

<sup>s</sup> J. B. De Long *et al.*, « Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation », *Journal of Finance*, vol. 65, n° 2 (1990), p. 379 à 395.

<sup>t</sup> Voir, pour un examen plus détaillé, *Rapport sur le commerce et le développement, 2011* (voir note e).

produits de base ne donnent les retours sur investissement les plus importants que quand il y a diversification non seulement entre les diverses catégories de produits de base mais également entre ceux-ci pris individuellement<sup>u</sup>. L'indice S&P GSCI attribue un coefficient de pondération élevé aux produits énergétiques, et pour cette raison il est possible que l'évolution de cette corrélation au début des années 2000, et en particulier son caractère fortement négatif en 2003, soit puissamment influencée par des événements ayant retenti sur les marchés des produits énergétiques, comme la guerre d'Iraq en 2003. C'est pourquoi il est utile d'examiner la corrélation entre les retours sur investissement sur les marchés à terme des produits de base non énergétiques et sur les marchés des actions. Cette corrélation avait déjà commencé à augmenter au début des années 2000, bien avant que n'éclate l'actuelle crise, comme le montre la figure<sup>v</sup>. Ces données confortent donc des constatations antérieures montrant que l'introduction de transactions sur indices a conduit à une augmentation de la corrélation entre les cours des différents produits de base figurant dans le calcul d'un indice, ce qui réduit ou même élimine les gains résultant de la diversification au sein d'un fonds commun de placement indiciel donné<sup>w</sup>.

23. La corrélation positive entre le retour sur investissement dans un marché à terme des produits de base et le retour sur investissement dans le marché des actions a atteint un pic à la fin de 2010 et au début de 2011. Cette corrélation positive est largement attribuée au second cycle de libéralisation monétaire lancé par la Réserve fédérale des États-Unis au troisième trimestre de 2010, qui est censé avoir incité les investisseurs à préférer des actifs plus risqués tels que les produits de base et les actions à des actifs plus sûrs tels que les bons du Trésor et les titres publics. Selon cette façon de voir, on admet généralement qu'un resserrement de la politique monétaire des États-Unis pourrait expliquer en grande partie l'augmentation du coût des capitaux utilisés par la spéculation et qui est perçu comme une cause d'inflation des prix des actifs dans l'ensemble des marchés financiers. Cependant, le fait qu'il y a non pas un mais deux déplacements de la corrélation entre les retours sur investissement sur les marchés des produits de base et sur les marchés des actions indique que l'orientation plus libérale de la politique monétaire n'a peut-être eu pour effet que d'augmenter les corrélations entre marchés différents. De la même façon, une orientation plus restrictive de la politique monétaire éliminerait simplement la cause de la deuxième variation de corrélation entre les marchés, mais n'éliminerait sans doute pas complètement l'effet de la financiarisation des marchés des produits de base et ramènerait les corrélations entre marchés différents au niveau qu'elles avaient atteint à la fin des années 90.

24. Une comparaison des tendances des cours des produits de base et des actions au cours de plusieurs cycles conjoncturels montre que ces tendances allaient en sens contraire pendant le début de la phase ascendante des cycles précédents. Par contraste, on observe une remarquable synchronisation des tendances des cours des

<sup>u</sup> P. Basu et W. T. Gavin, « What explains the growth in commodity derivatives? » *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 93, n° 1 (2011), p. 37 à 48.

<sup>v</sup> Les tests statistiques indiquent que le déplacement de la moyenne de la corrélation après qu'a éclaté la bulle spéculative du marché des actions en 2000 est fortement significatif, même si on exclut la période qui fait suite à cette crise. Les données sont qualitativement similaires, mais la corrélation est numériquement moins forte si on utilise l'indice des produits non énergétiques S&P GSCI plutôt que l'indice des produits non énergétiques DJ-UBSCI.

<sup>w</sup> P. Basu et W. T. Gavin, « What explains the growth in commodity derivatives? », p. 46.

actions et des cours des produits de base dans le tout dernier cycle conjoncturel. Cette synchronisation accrue est surprenante en raison du niveau d'utilisation des capacités productives, qui reste faible au lendemain de la « grande récession » de 2008 et 2009. Et surtout le fait que la politique monétaire réagisse à des pressions de prix découlant de l'augmentation des cours des produits de base plutôt qu'à des goulets d'étranglement dans la production industrielle laisse apparaître un aspect préoccupant de l'impact de la financiarisation, jusqu'à présent sous-estimé – à savoir sa capacité d'infliger des dégâts à l'économie physique en émettant des signaux erronés à l'intention des responsables de la politique macroéconomique.

---