

# La spéculation attaquée sur ses fondamentaux

**FINANCIARISATION** L'accroissement de la liquidité, principale justification de la spéculation sur les marchés à terme, est remis en cause par certaines études. D'autres questionnent la pertinence économique des prix sur les marchés dominés par les acteurs financiers.

Le débat sur la financiarisation des marchés des matières premières agricoles va-t-il sortir de l'ornière ? De nouvelles études pourraient en effet permettre d'éclairer d'un jour nouveau la question qui, aujourd'hui, ressemble fort à celle de la poule et de l'œuf : l'arrivée massive des spéculateurs sur le marché des *commodities* contribue-t-elle à l'effolement qui a gagné les prix depuis plus de cinq ans, ou bien est-ce l'accroissement de la volatilité qui a attiré cette catégorie d'acteurs qui font leur miel des variations de cours ?

Les défenseurs de la finance le jurent la main sur le cœur : les spéculateurs ne perturbent en rien le fonctionnement des marchés. La grande majorité des études académiques n'aboutissent-elles pas à l'absence de liens entre spéculation et volatilité, et plus encore entre spéculation et création de tendance ? Les seuls effets à mettre sur le compte de la finance seraient donc bénéfiques, à commencer par la sacro-sainte liquidité, brandie telle un crucifix pour repousser les appels à la régulation des marchés financiers.

La liquidité, garantissant la fluidité des échanges, est en effet indispensable au fonctionnement des marchés à terme. Or, ces derniers sont nécessaires aux acteurs de la filière physique pour gérer leur risque prix. Ils contribuent en outre à la « découverte du prix » en reflétant les anticipations des acteurs sur de longues

Seuls 30 % des mouvements de prix enregistrés sur les principaux marchés de *commodities* seraient déclenchés par des informations liées aux fondamentaux...

durées. La spéculation, fille de la financiarisation, permet donc à la filière physique d'affronter l'instabilité, résultat conjoint des chocs ébranlant les fondamentaux et de la dérégulation des marchés physiques. CQFD.

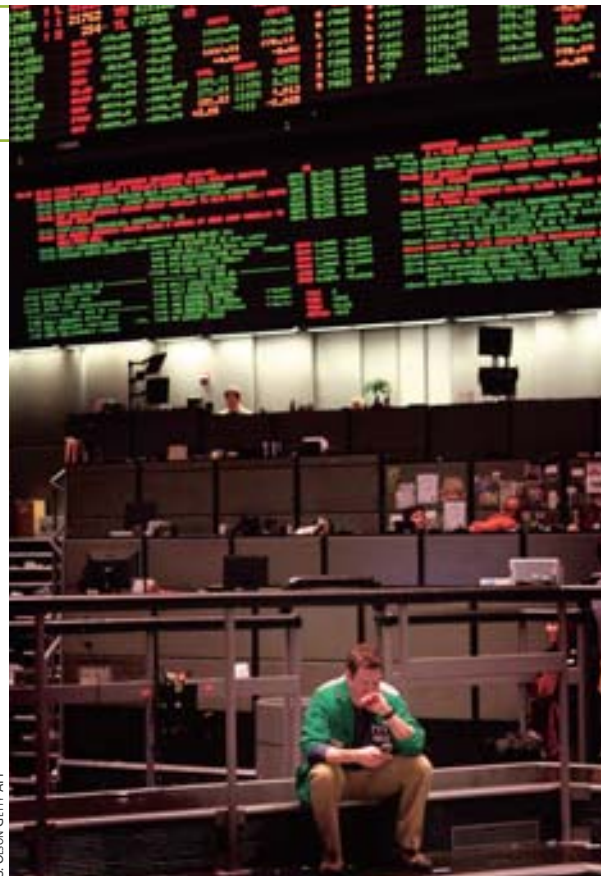
## ÉVÉNEMENTS EXTRÊMES

Sauf que, y compris dans le cénacle des experts, des voix discordantes viennent troubler cette petite musique. Lors du colloque organisé en mars à Paris par le programme Lascaux<sup>(1)</sup>, Bertrand Munier, chef économiste du *think tank* Momagri, a ainsi contesté l'approche actuelle de la mesure de la volatilité reposant sur la

variance. L'expert propose de « repérer la volatilité non avec une moyenne, mais sur la base

du nombre d'événements extrêmes enregistrés ». « Si l'on utilise la mesure habituelle, on observe une volatilité plutôt moins forte ces dernières années [coïncidant avec la montée en puissance de la financiarisation, NDLR]. Mais si l'on mesure la volatilité comme je le suggère, on constate que ces dernières années ont connu beaucoup plus d'événements

extrêmes. Or, ce sont ces événements qui génèrent les faillites, sont ressenties par les gens sur le terrain, et leur donnent raison contre les économistes. » Prise sous cet angle, la volatilité actuelle se placerait à un niveau « inédit depuis 300 ans ». Plus gênant encore pour la doxa financière : pour Steve Ohana, professeur de finance à l'ESCP Europe et co-fondateur



S. OLSON-GETTY/AFP

Innovation et performance  
pour les grandes cultures

5 et 6 juin 2013

BOUTERVILLIERS (91)

# Les Culturales 2013

Agroéquipements  
innovants

Protection intégrée

Compétitivité  
des exploitations

Filières Qualité

Efficacité de l'eau  
et de l'azote

Progrès génétique

Téléchargez  
votre badge d'accès gratuit  
sur [www.lesculturales.com](http://www.lesculturales.com)

Le salon  
des grandes  
cultures

organisé par

**ARVALIS**  
Institut du végétal

en collaboration avec



en partenariat avec



Conception : AGPM-GIE - Crédit photos : ARVALIS - 04/2013

## FINANCE HIGH-TECH

### Le trading haute fréquence joue les trouble-fêtes

Les outils technologiques développés sur les marchés financiers, et notamment le trading haute fréquence (THF), contribuent à compliquer la tâche des opérateurs en quête de couverture. « L'arrivée du THF a éjecté des acteurs qui jouaient le rôle de 'teneurs de marché', c'est-à-dire dont la fonction était de fournir la liquidité aux acteurs qui en avaient besoin et de faire office de tampon quand le marché encaisse des chocs », regrette Benoît Lallemand, de l'association Finance Watch. Or, le principe du THF — passer de petits ordres sur des pas de temps avoisinant la milliseconde pour faire des gains sur des très petits écarts de prix — est incompatible avec la démarche de couverture des acteurs du marché physique qui traitent des volumes conséquents. Et la propension des algorithmes utilisés par le THF à se refiler la patate chaude en cas d'emballement du marché n'est pas de nature à limiter les risques de crash, contrairement aux teneurs de marchés traditionnels.

du cabinet de recherche Riskelia, les flux financiers ne sont pas forcément pourvoyeurs de liquidité, et peuvent même l'accaparer au détriment des acteurs présents sur les marchés pour se couvrir. « Il ne faut pas confondre liquidité et volume », souligne Steve Ohana. Davantage de volume ne signifie donc pas forcément davantage de liquidité. » Selon lui, l'arrivée des investisseurs indiciels sur les marchés des *commodities* au milieu des années 2000 a marqué une rupture. Auparavant, les acteurs financiers étaient surtout des *Hedge funds*, pour la plupart au fait des fondamentaux et, dans l'ensemble « *suiveurs de tendance* ». Se positionnant à la hausse ou à la baisse, ils amplifiaient ainsi les tendances, mais leur connaissance du marché leur permettait de quitter le train en marche en cas d'excès dans un sens comme dans l'autre.

### GUIDÉS PAR LA LOGIQUE RISK ON/RISK OFF

La colonisation des marchés par les investisseurs indiciels a tout bouleversé. « Ces acteurs, qui représentent désormais aux États-Unis une masse supérieure à celle des *Hedge funds*, ont un comportement totalement différent », explique Steve Ohana. Ils viennent chercher de la diversification en investissant dans des indices généralistes regroupant différentes matières premières telles que les métaux, l'énergie, les produits agricoles... Par définition, leurs achats sont peu guidés par les fondamentaux de ces marchés, mais suivent une logique *risk on/risk off*. »

*Risk off* correspond à une configuration des marchés marquée par la défiance. Ces investisseurs se rabattent alors sur le dollar, valeur refuge par excellence, ou sur les obligations peu risquées. Au contraire, en situation de *risk on*, l'appétit au risque se réveille : les flux indiciels se tournent vers les actifs plus aventureux tels que les actions, le crédit et, désormais, les matières premières. « Cet aspect bipolaire des marchés a un impact très net sur la sphère des matières premières. Avant 2005, les matières premières agricoles jouaient le rôle de ●●●

Avec le concours d'Intercéales et la participation financière du Compte d'Affectation Spécial pour le Développement Agricole et Rural géré par le Ministère de l'Agriculture, de l'Agroalimentaire et de la Forêt.



●●● *valeur refuge, peu corrélées au risk on/risk off. L'arrivée des investisseurs indiciels a créé de nombreuses connexions non seulement entre les matières premières elles-mêmes, mais aussi avec les actions, le dollar, et d'autres indicateurs macroéconomiques.* »

#### « ILS N'ONT RIEN À FAIRE LÀ »

Cette indifférence vis-à-vis des fondamentaux est néfaste du point de vue de la liquidité, affirme Steve Ohana : « Un fournisseur de liquidité doit être immergé dans le marché et bien le connaître pour savoir qui a besoin de liquidité, si la tension est à la vente ou à l'achat... Quand un flux indicial arrive, c'est le reste du marché qui doit s'organiser pour l'absorber, idem quand il sort. Contrairement aux Hedge funds, ces investisseurs indiciels sont des consommateurs de liquidité. » Et les Hedge funds, loin d'amortir l'arrivée de ces nouveaux venus en prenant des positions inverses, se sont mis à les suivre, amplifiant leur impact.

Une analyse que partage Benoît Lallemand, de l'association Finance Watch : « Les investisseurs indiciels viennent prendre de la liquidité et restent assis dessus sur une longue durée. Ces gens-là n'ont rien à faire sur les marchés à terme. Au mieux ils sont inutiles, au pire ils ont un impact très négatif en endommageant le processus de formation des prix et en accroissant la volatilité. »

#### DÉCONNEXION DES FONDAMENTAUX

Les critiques sur les capacités réelles de ce nouvel écosystème financier à améliorer la liquidité se doublent d'interrogations sur ses effets délétères sur les prix. Un modèle élaboré par l'équipe de Didier Sornette, professeur de risques entrepreneuriaux à l'ETH Zurich, conclut qu'environ 30 % seulement des mouvements de prix enregistrés sur les principaux marchés de *commodities* sont déclenchés par des informations liées aux fondamentaux. Les 70 % restants sont causés par de précédents changements de prix dans un mécanisme d'auto-entretien du marché (on parle d'événements « endogènes »). « Ces hauts niveaux d'endogénéité sont susceptibles de rendre le processus de formation des prix moins efficient », met en garde Didier Sornette, qui pointe aussi « l'instabilité croissante du système ». ■ **Gabriel Omnès** (1) *Projet de recherche hébergé par l'université de Nantes, financé par l'Union européenne, et ayant pour vocation à développer l'approche juridique des questions liées à la sécurité alimentaire.*

## « La spéculation n'est saine qu'à très petite dose »

**BENOÎT LALLEMAND, FINANCE WATCH**



**Benoît Lallemand, analyste chez Finance Watch.** « Les masses d'argent apportées par la spéculation sont telles, qu'elles ne sont utiles qu'aux spéculateurs eux-mêmes. »

#### La spéculation a-t-elle sa place sur les marchés des matières premières ?

**Benoît Lallemand** - La spéculation est saine, mais à très petite dose. Cela doit être la goutte d'huile dans les rouages qui permet de compenser les failles de la liquidité naturelle. L'idéal est qu'une écrasante majorité des acteurs soient des acteurs naturels venus sur le marché à terme pour se couvrir, afin que celui-ci joue son rôle de stabilisation des prix. Il peut toutefois arriver qu'un producteur veuille vendre sans que les utilisateurs soient aux achats. Le rôle du spéculateur est alors de s'interposer et d'acheter pour revendre plus tard. Cela peut légèrement décaler les prix, mais ce grain de sable est un mal nécessaire pour rémunérer les spéculateurs pour le service.

#### Les matières premières agricoles peuvent-elles être des actifs comme les autres ?

**B. L.** - Non, car, par définition, ce ne sont pas des actifs. Contrairement à ce qu'essaient de faire croire certaines banques, les fabuleuses masses d'argent présentes sur ces marchés ne relèvent pas de l'investissement, puisque les matières premières

ne génèrent ni dividendes, ni taux d'intérêt. Soit on a un intérêt naturel dans le physique et l'on se couvre, soit on est dans la spéculation pure en essayant de vendre plus cher que l'on achète. Les financiers auraient pourtant un rôle à jouer en investissant réellement dans les matières premières, c'est-à-dire en finançant des exploitations, la recherche, ou en achetant des actions de sociétés du secteur agricole...

#### Aujourd'hui, la spéculation est-elle plutôt un grain de sable ou une goutte d'huile ?

**B. L.** - Aujourd'hui ce n'est même plus un grain de sable : on a complètement arrêté les rouages, voire on les fait tourner à l'envers. C'est une chose qu'un intermédiaire vienne s'interposer pour fournir de la liquidité lorsque celle-ci fait défaut, mais les masses apportées par la spéculation sont telles que cela n'est utile que pour les spéculateurs eux-mêmes, quand cela ne réduit pas la liquidité disponible pour les opérateurs naturels.

#### Il faut donc limiter la spéculation ?

**B. L.** - Oui, en fixant un seuil, à définir selon les besoins des utilisateurs finaux. Il pourrait être par exemple de 25 %, alors que les positions spéculatives pèsent actuellement 60 à 70 % à Chicago, où ces données sont disponibles. Le drame aujourd'hui, c'est que la financiarisation rapporte beaucoup d'argent aux intermédiaires, et très peu aux usagers finaux. ■

Propos recueillis par **Gabriel Omnès**

#### EN SAVOIR PLUS

● **Finance Watch est une association basée à Bruxelles.** Elle milite pour replacer la finance au service de l'intérêt général. Composée de spécialistes de la finance, Finance Watch vise notamment à apporter une expertise indépendante auprès des pouvoirs publics européens pour faire contrepoids au lobbying de l'industrie financière.