

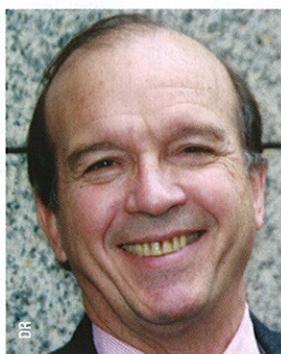
Spéculation et matières premières, halte à l'amalgame !

Il n'y a pas de corrélation structurelle entre les prix des « commodities » et les positions spéculatives sur la plupart des marchés.

La Conférence des Nations unies pour le Commerce et le Développement (Cnuced), qui vient de publier son rapport 2009, demande que les financiers, qui interviennent sur les marchés à terme des matières premières, soient impérativement soumis à une surveillance plus étroite et plus rigoureuse. Sont principalement épinglés ceux qu'on appelle les opérateurs de fonds indiciels qui, privilégiant les positions longues, exerceraient une pression à la hausse sur les prix. « *Le volume moyen des positions qu'ils prennent est devenu si important qu'ils peuvent agir d'une manière significative sur les prix et créer des bulles spéculatives dont les effets sont extrêmement préjudiciables pour le fonctionnement normal et l'efficacité du marché* », dit la Cnuced.

Pour tenter de le montrer, la Cnuced étudie les marchés du pétrole, du cuivre, du blé, du maïs, du soja et de l'huile de soja sur la période janvier 2002 à mai 2009. Mais elle n'arrive pas à trouver de corrélation entre les prix des matières premières et les positions des *traders* indiciels sur ses graphiques. Bien qu'il existe des périodes où les retraits des fonds indiciels ont accompagné la chute des cours, les positions des *index traders* n'ont pas augmenté avec les fortes hausses des prix. Par exemple, il n'y a pas eu de montée en puissance des spéculateurs pendant la très forte hausse du blé de la mi-2007 à la fin du premier trimestre de 2008. En revanche, durant la même période, il semble y avoir eu une corrélation positive entre les positions spéculatives et les prix du maïs et du soja.

Pour le pétrole et le cuivre, les positions des financiers (qui englobent les fonds indiciels) ont certes reculé avec la déroute des cours au second semestre de 2008, mais elles n'ont pas provoqué la bulle qui a éclaté à l'été 2008. Les positions des spéculateurs ont en fait diminué pendant la hausse des prix du cuivre, de 2004 à la mi-2006. Pour le pétrole, les positions spéculatives montrent une forte volatilité, alors que les prix du brut ont augmenté presque sans interruption du début



Michel Fleuriot,
professeur associé à
l'Université Paris-Dauphine
et directeur du master
Banque d'investissement
et de marché

Y aurait-il donc de bons et de mauvais spéculateurs comme le suggère la Cnuced ?

2007 jusqu'au deuxième trimestre de 2008. La Cnuced est donc bien obligée de reconnaître qu'il n'y a pas de corrélation structurelle entre les prix des matières premières et les positions spéculatives sur la plupart des marchés. On ne peut donc pas dire que les financiers ont agi d'une manière significative sur les prix et qu'ils ont créé les bulles spéculatives de ces dernières années. Il y a tout au plus une certaine conjonction des points de retournement entre les positions des financiers et les pics et les creux des cours.

La Cnuced doit se rabattre sur la corrélation entre la volatilité des prix et la présence sur le marché de deux catégories d'opérateurs, les opérateurs de fonds indiciels et les *momentum-trading money managers*. Pour trois des quatre produits agricoles qu'elle étudie (coton, maïs, et blé mais pas le soja), la montée en puissance de ces deux catégories d'intervenants accompagne l'augmentation de la volatilité des prix. Il y aurait donc des indications du rôle déstabilisateur de la spéculation sur les cours de quelques matières premières agricoles. Mais c'est l'inverse pour les marchés de l'énergie. La présence des spéculateurs sur les marchés du gaz et du pétrole a tendance à être inversement corrélée avec la volatilité des cours. La spéculation exercerait un rôle plutôt stabilisateur sur les marchés de l'énergie !

Y aurait-il donc de bons et de mauvais spéculateurs comme le suggère la Cnuced ? Les bons s'attacheraient aux fondamentaux du marché et les mauvais suivraient une stratégie de momentum des cours. On ne dit pas suffisamment que cette distinction entre bons et mauvais spéculateurs remonte à l'origine même du mot spéculateur et... au latin. Les « *speculatores* » étaient les éclaireurs des légions romaines qui cherchaient à s'informer sur les mouvements de l'ennemi ; comme les bons spéculateurs, ceux qui s'attachent aux fondamentaux du marché. Mais « *speculum* » est aussi un miroir, et la spéculation devient nuisible lorsqu'elle suit une stratégie aveugle de duplication des prix. ■