

Impact des fonds d'investissement sur les prix agricoles

Flambée des prix, volatilité excessive ?

(étude Pluriagri, novembre 2011)

Jean Cordier, Professeur Agrocampus Ouest, UMR SMART n° 1302

**Journées de l'Economie
« La spéculation fait-elle flamber le prix des
matières premières »
Lyon, 10 novembre 2011**

1. Quelle réelle innovation spéculative sur les marchés financiers agricoles ?

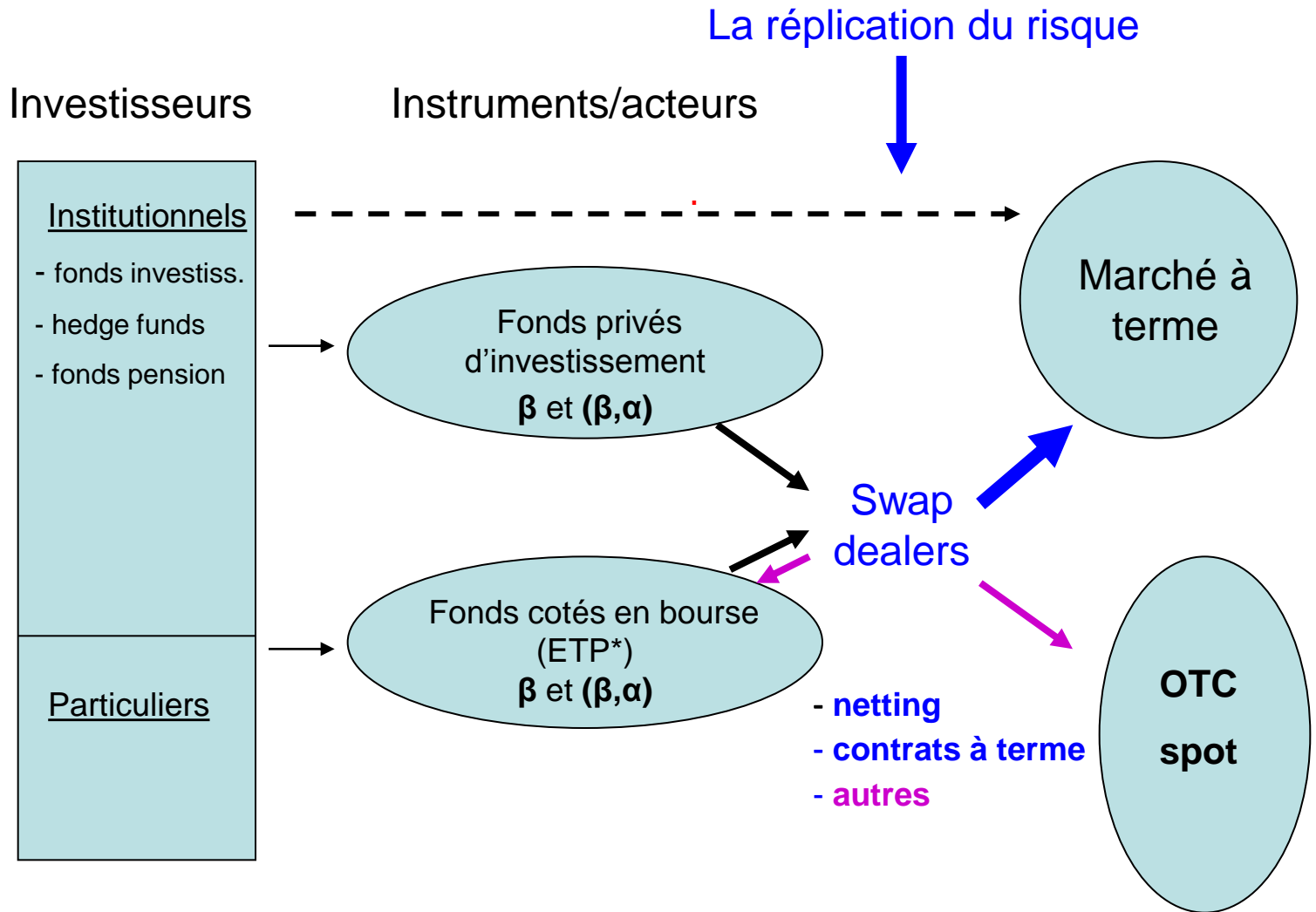
-1850-1970 : la spéculation sur MAT, un mal indispensable (chute des prix, volatilité excessive) => interdiction, régulation publique

- 1970-2007 : la finance moderne avec Sharpe (CAPM) et Black (valorisation des actifs contingents)

=> utilité de l'investissement dans les matières premières

Leuthold R., Lee C. et Cordier J. (1985), " The Stock Market and the Commodity Futures Market : Diversification and Arbitrage Potential ", *Financial Analyst Journal*, Vol. 16, p 53-61

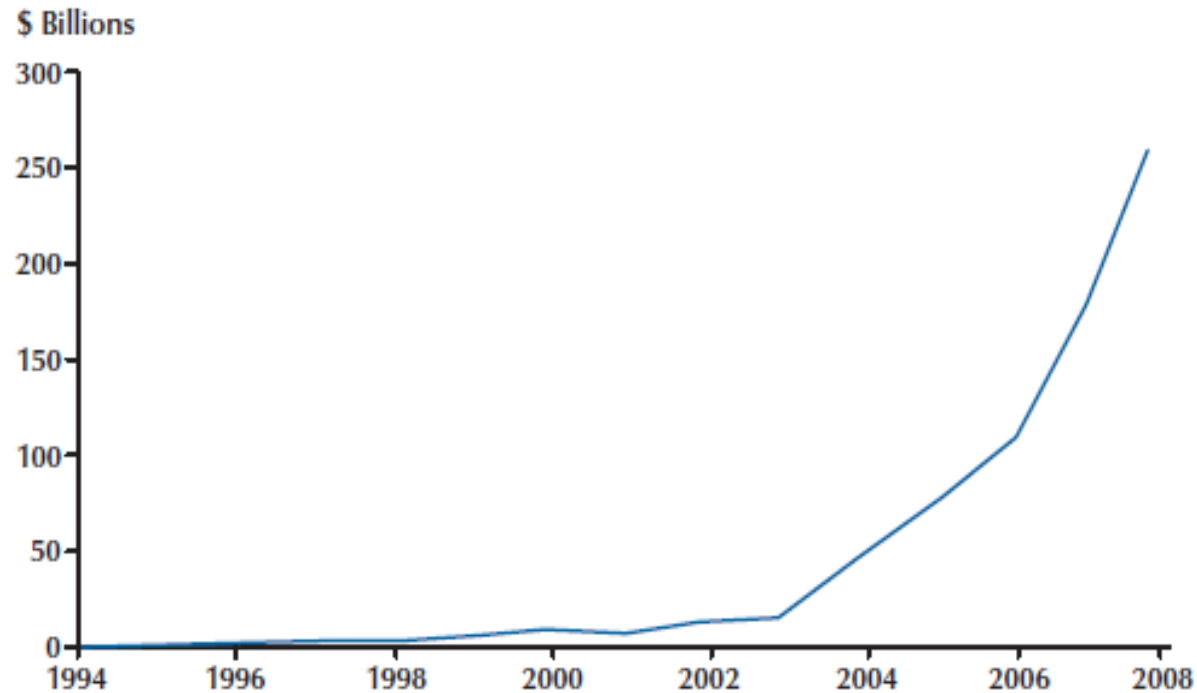
Circuits d'investissement « modernes »



* ETP = ETF-action (Commodity + Index) + ETN-obligation

Le développement des fonds d'investissement : une image forte qui a impressionné le Congrès américain en 2008

Commodity Index-Fund Investment (year-end)



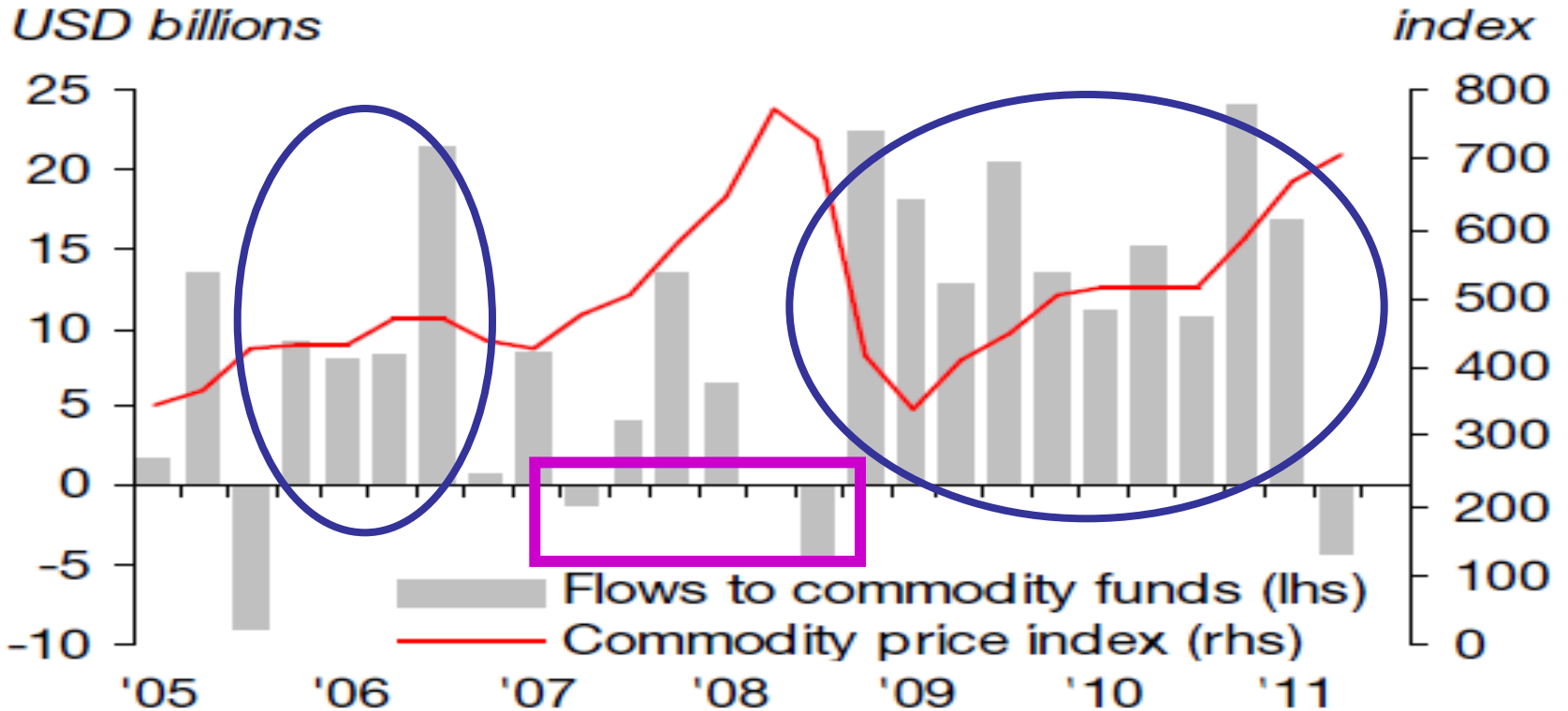
NOTE: 2008 data are through March only.

SOURCE: Masters (2008, Chart 1).

Un accroissement certain des investissements sur matières premières mais une réalité compliquée à lire

Total Commodity Investment Inflows

USD billions



Source: Barclays Capital, Bloomberg

 : croissance forte et  : décroissance de flux

2. La controverse « Masters versus Irwin » sur l'impact des nouveaux « spéculateurs »

Les questions re-posées dès 2008 sur la « spéculation »

Quel impact des « nouveaux » investisseurs sur les prix des matières premières ?

1. le prix formé correspond-il aux fondamentaux de marché ? Est-il biaisé ?
1. la volatilité est-elle accrue à court et moyen terme par l'action des fonds ? Une volatilité endogène due à des erreurs d'anticipation d'opérateurs non informés ?
2. serait-elle excessive ? Le bénéfice de l'effet de diversification serait-il inférieur au coût induit de l'instabilité

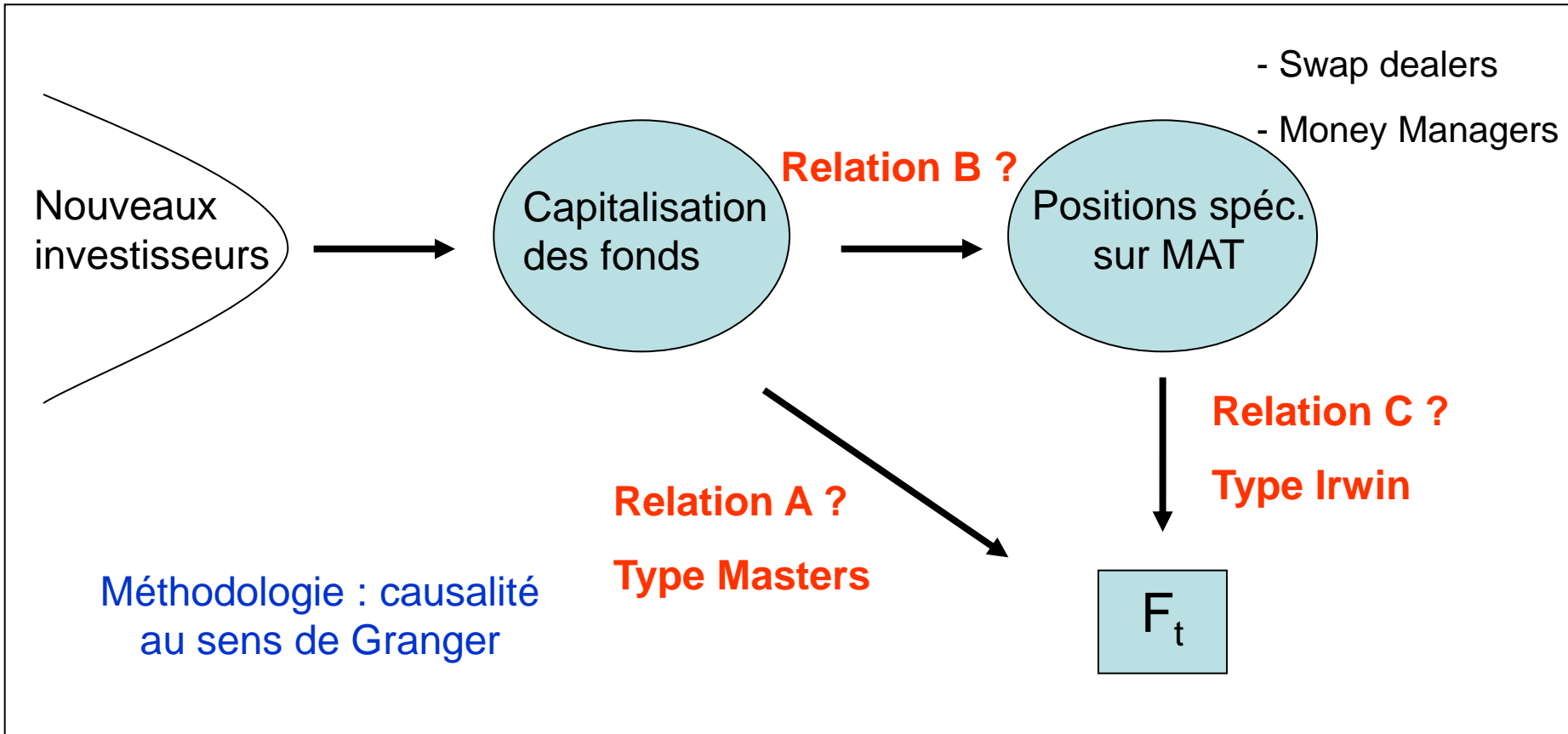
Controverse : « Masters versus Irwin » digne de « Bismark versus Gray »

Masters (2008) – de Schutter- CNUCED (2010) - Gilbert (2009) – Singleton (2011) ...

Irwin & Sanders (2009) – Brunetti (2009) - Stoll (2010) - Buyuksahin (2011) – Gilbert (2011) ...

Implications sur le besoin éventuel de régulation
publique et sur les possibles méthodes

Objet de l'étude empirique :



source : J. Cordier, étude Pluriagri 2011

- 1/. Quelles relations directes A, B et C pour les produits agricoles ?
- 2/. Quel impact indirect des indices, de l'or et du pétrole sur les prix agricoles ?

Synthèse de l'analyse de causalité sur la relation A (de la capit. vers prix)

	Fonds Maïs	Fonds Sucre	Fonds Coton	Fonds Café	Fonds Or	Fonds Pétrole	Fonds DBC	Fonds DBA
P Maïs	-	**	-	*	*	**	**	-
P Sucre	*	-	-	-	*	-	*	-
P Coton	-	*	*	*	-	-	-	*
P Café	-	*	*	*	*	-	*	-

** et * causalité significative à 5 et 10 % du flux de capitalisation vers prix du produit agricole

Donc

- **il existe de multiples cas de causalité depuis les flux de capitalisation vers les prix des produits agricoles**
- pas de causalité systématique intra produits agricoles
- plutôt de la causalité croisée entre matières premières
par exemple, les flux de capitalisation « or », « pétrole » et « Index DBC » causent le prix du maïs, du sucre et du café

Donc Michael Masters a raison ... mais son intuition n'induit pas de régulation financière particulière (ou pire peut induire une régulation « globale » contreproductive)

Synthèse de l'analyse de causalité sur la relation B (de la capit. vers positions)

Des relations de causalité « complexes » :

- des causalités vers les « Swap Dealers » aussi bien que vers les « Money Managers » et vers les « Commerciaux »
- des causalités de flux sur les positions des « Longs », des « Shorts » aussi bien que des « Spreads »

De fortes interrogations sur la classification des acteurs :

- la méthode de classification CFTC est-elle pertinente ?
- les acteurs ne sont-ils pas multi-classes sous plusieurs casquettes avec des possibilités d'optimisation ?

Synthèse de l'analyse de causalité sur la relation C (des positions vers prix)

Pour le maïs (par exemple) :

- pas ou peu de causalité directe depuis les positions à terme vers les prix
- plutôt des causalités depuis les prix vers les positions à terme

... peu de relations de causalité sur C d'une manière générale

Résultat probablement dû à la faible qualité de l'information créée par la classification CFTC

Donc Scott Irwin a raison ... mais son approche est limitée :

- pas d'étude croisée entre M.P.
- réalisée sur classification CFTC

4. Implications de l'étude pour des mesures pertinentes de régulation financière

4.1. Un bel avenir pour la controverse « Masters versus Irwin »

De nouveaux faits établis mais qui induisent beaucoup de questions

1/. Les causalités révélées de la relation A => besoin de régulation spécifique innovante (exemple du maïs)

Donc de faux débats sur la régulation des marchés à terme par les limites de position générales

2/. Les causalités révélées de la relation B => des méthodes de réplication du risque plus complexes que le modèle de base (réplication sur marchés à terme)

Le vrai enjeu de la régulation, en particulier pour les fonds indiciels

3/. L'absence de causalité directe de la relation C associée aux causalités de B questionne la qualité de la classification CFTC des acteurs du marché à terme

Un travail fondamental à réaliser au niveau mondial
Pas de régulation pertinente sans cette base

En conclusion

1/. le prix formé correspond-il aux fondamentaux de marché ?

Il y a un impact croisé des flux de capitalisation des fonds d'investissement sur les prix agricoles => possible biais => il faut prévenir par une régulation

2/. la volatilité est-elle accrue à court et moyen terme par l'action des fonds ?

Il y a un réel impact sur la volatilité court terme.

Pas assez de recul sur moyen terme. Donc besoin d'approche fondamentale (travail Gohin-Cordier en cours sur base Stein 1987 = deux périodes)

3/. serait-elle excessive ?

- actuellement, la volatilité liée aux investisseurs semble faible et « non excessive »
- elle peut toujours se développer, i.e. par une répllication mal contrôlée

Le bénéfice-coût nécessite une approche économique par l'équilibre général

Et en attendant, attention à ne pas se tromper dans la démarche de régulation :

- *les limites de position « classiques » devraient être inopérantes ... au mieux*
- *les méthodes de répllication des fonds doivent être par contre « contrôlées »*