



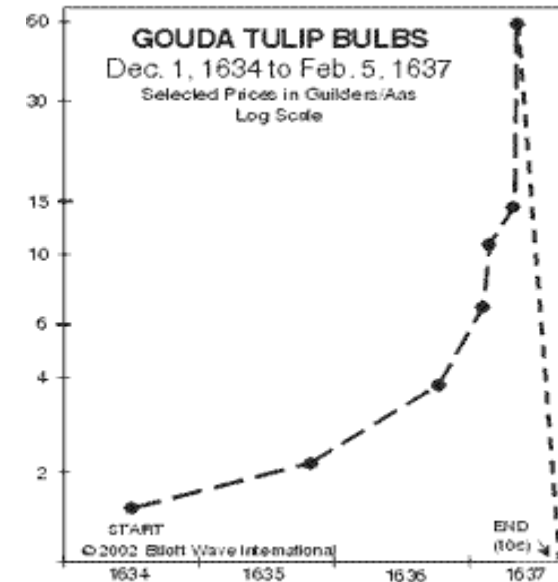
## **La financiarisation des marchés de matières premières agricoles**

**Histoire, acteurs, controverses... et régulation**

Pierre CLAQUIN (MAAF/SSP/CEP)

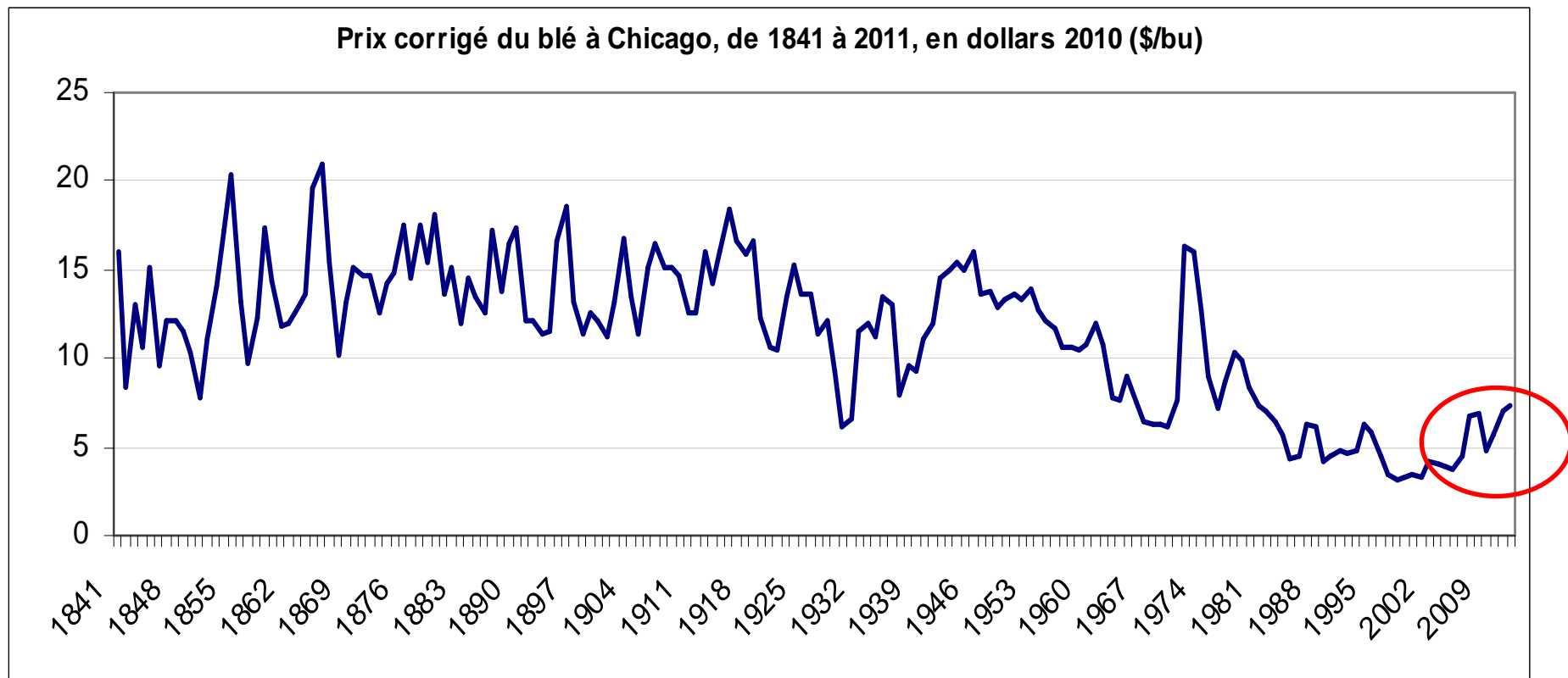
## Introduction

- La spéculation sur productions agricoles ne date pas d'hier
  - La première bulle spéculative concernait des végétaux cultivés (crise de la Tulipe en 1637 !)
  - La spéculation a toujours été condamnée
- Les marchés à terme agricoles et leur utilité
  - Le risque prix en agriculture et la notion de couverture
  - Le marché « introuvable » pour les échanges physiques et la notion de « *price discovery* »



## Introduction

- Le risque prix en agriculture
  - La volatilité des prix ne date pas de 2007-2008 !



Source: Boussard, et al.

## Introduction

- Spéculation

- Anticiper une évolution de cours d'un actif donné et prendre des « paris » sur l'avenir
- Les producteurs spéculent-ils ?
- Vices et vertus de la spéculation: liquidité *versus* perturbation

- Financiarisation des marchés agricoles:

« *rôle croissant des mobiles financiers, des marchés financiers et des opérateurs financiers dans l'activités des marchés de matières premières* »  
(CNUCED, 2011)

- Augmentation des volumes échangés sur les marchés à termes
- Émergence de nouveaux types d'investisseurs (indiciels notamment)
- Nouvelles techniques de négociation (robots de trading, plateformes électroniques, etc.)
- Rôle accru des prix à termes comme référence pour les prix spots

## Plan de la présentation

- Historique et dynamique des marchés à terme agricole
- Le fonctionnement d'un marché et ses acteurs
- La controverse sur la financiarisation et ses effets
- Réguler les marchés à terme



## Plan de la présentation

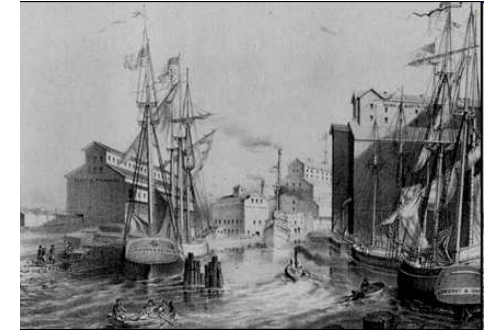
- **Historique et dynamique des marchés à terme agricole**
- Le fonctionnement d'un marché et ses acteurs
- La controverse sur la financiarisation et ses effets
- Réguler les marchés à terme

## Un peu d'histoire

- L'histoire des marchés à terme agricole est intimement liée à celle de leur régulation
- Les contrats à terme remontent à l'antiquité (lettres de change, l'exemple de Thales de Millet)...
- ...mais les marchés à terme eux sont plus récents (Dôjima au XVIIIème siècle)
- Les marchés modernes émergent aux USA à Chicago au milieu du XIXème siècle, peu avant les marchés à terme de métaux non-ferreux (cuivre)...
- ...soit plus d'un siècle avant les premiers marchés dérivés sur devise (1973) et sur produits pétroliers (1978) puis d'une galaxie de nouveaux dérivés: climatiques, carbone, électricité, etc.

## Une histoire d'abord américaine

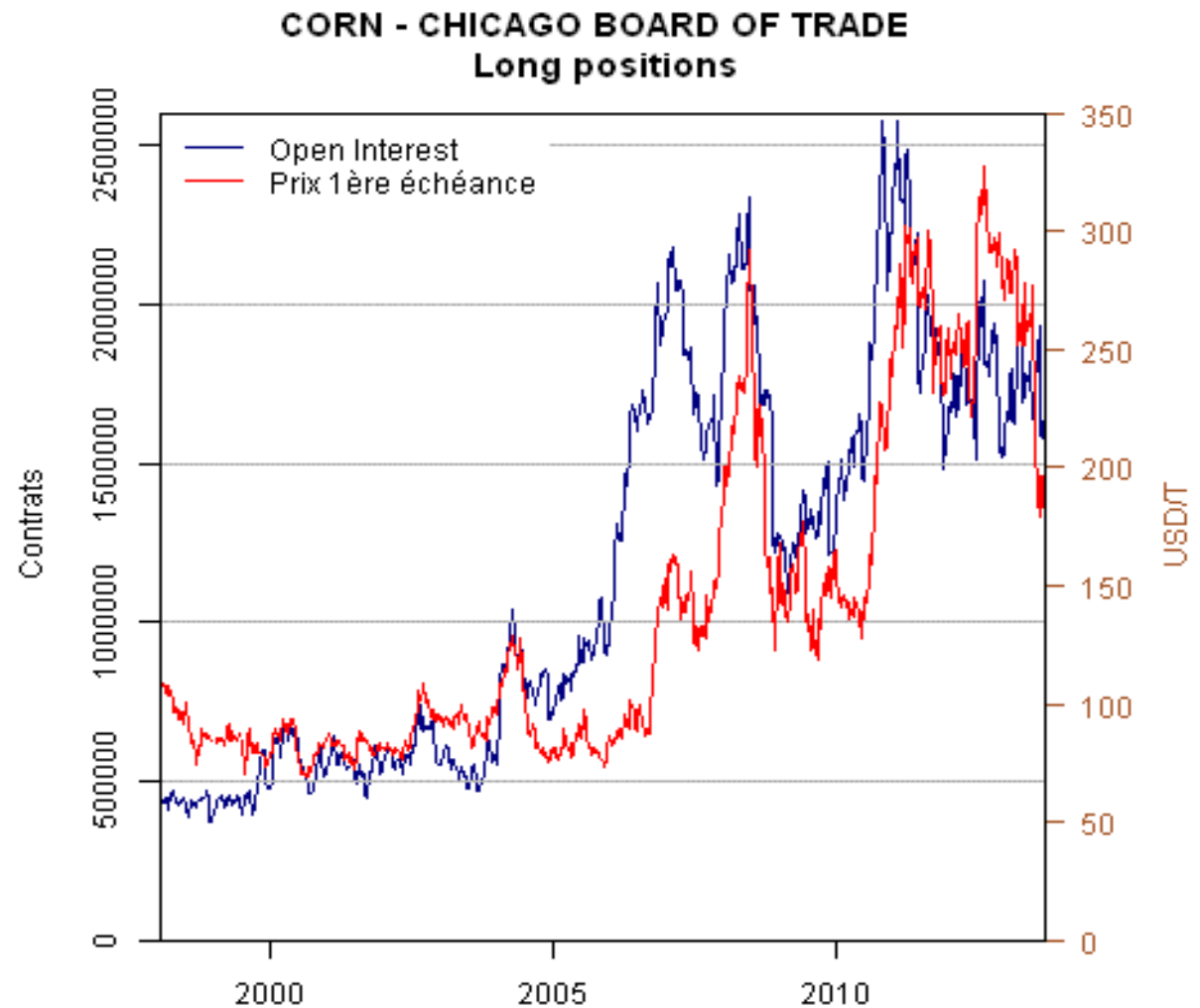
- 1848: création du CBOT suite à l'émergence du « hub » de la région des grands lacs autour de Chicago
  - La nécessité de fixer les prix à l'avance  
⇒ *forwards*
  - Le règlement des différents
- 1850-1880: émergences des *futures*
  - Des forwards au futures modernes (standardisation, fongibilité, sécurisation)
  - Appels de marge et sécurisation du risque de contrepartie
- 1870-...: New York (coton), Kansas City (blé)
- ...et en 1994: le premier contrat MATIF à Paris (colza puis blé)





## Développements récents

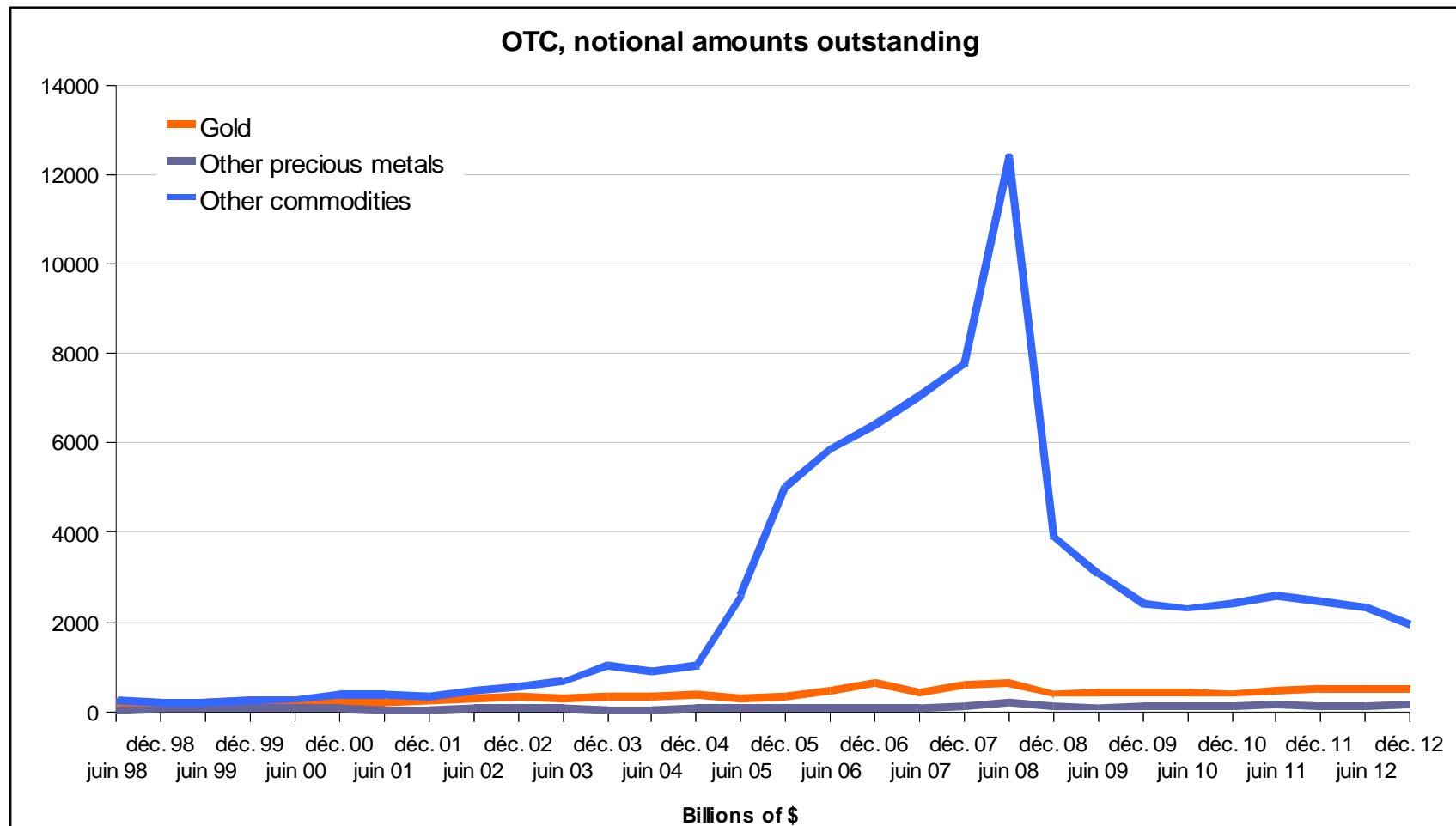
- Explosion des volumes échangés et des positions ouvertes sur les contrats historiques



Source : MAF/CEP d'après données CFTC et IGC

## Développements récents

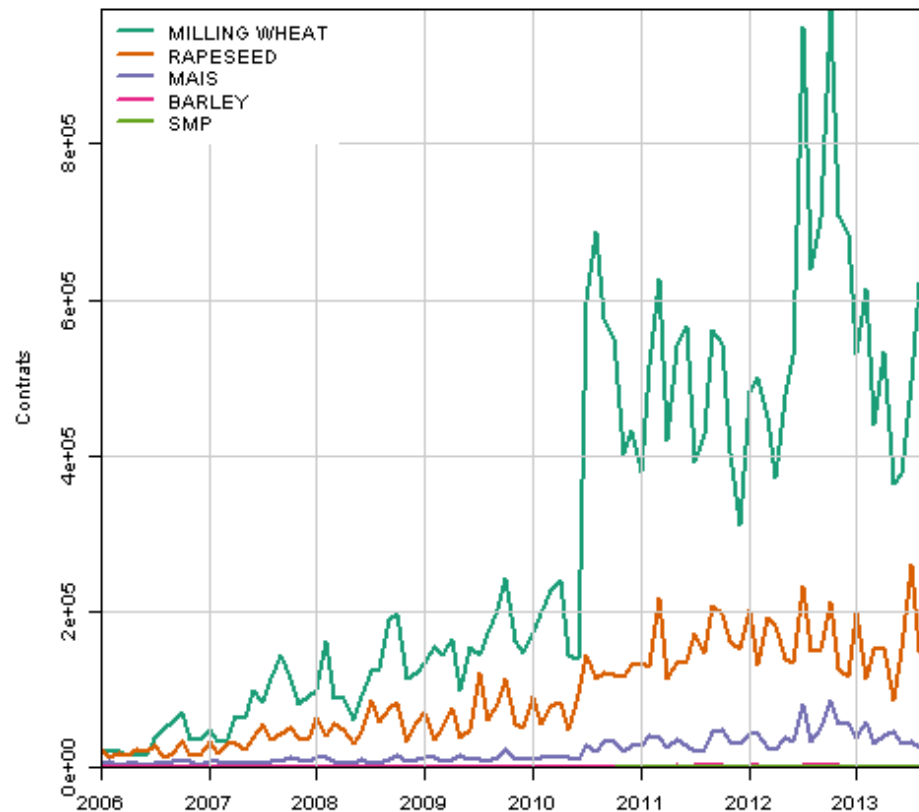
- Le développement de l'OTC



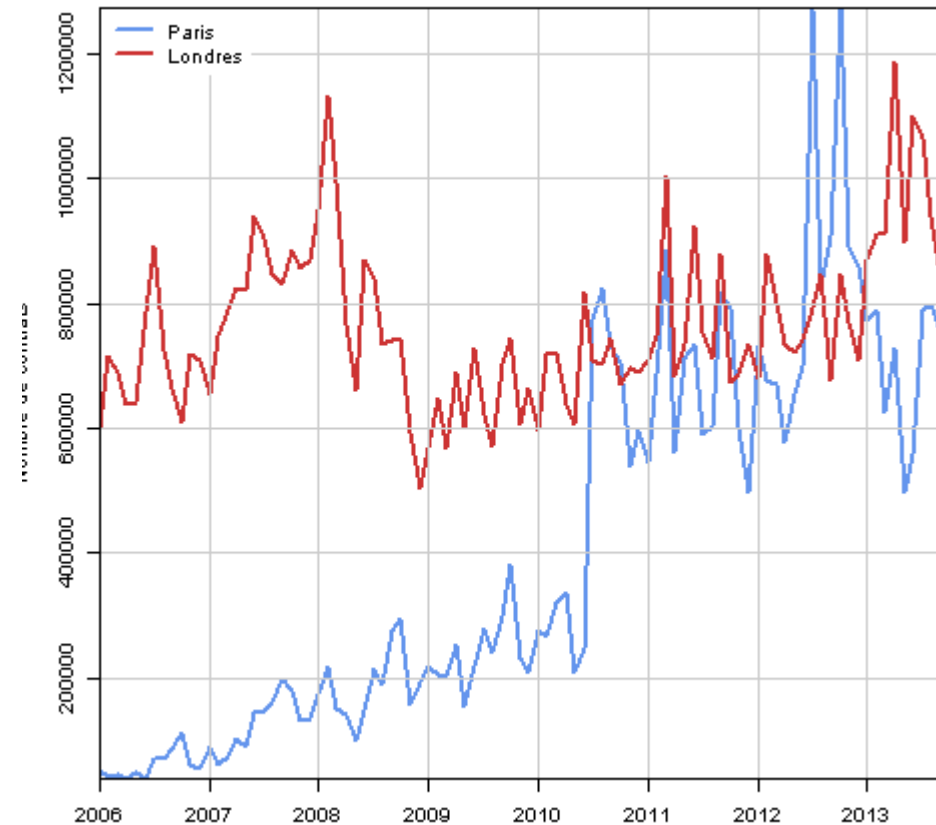
## Développements récents

- Le succès du contrat blé sur NYSE (Paris)
- Les autres contrats (colza, maïs, orge) décollent moins

Volumes mensuel des Futures sur la place de Paris

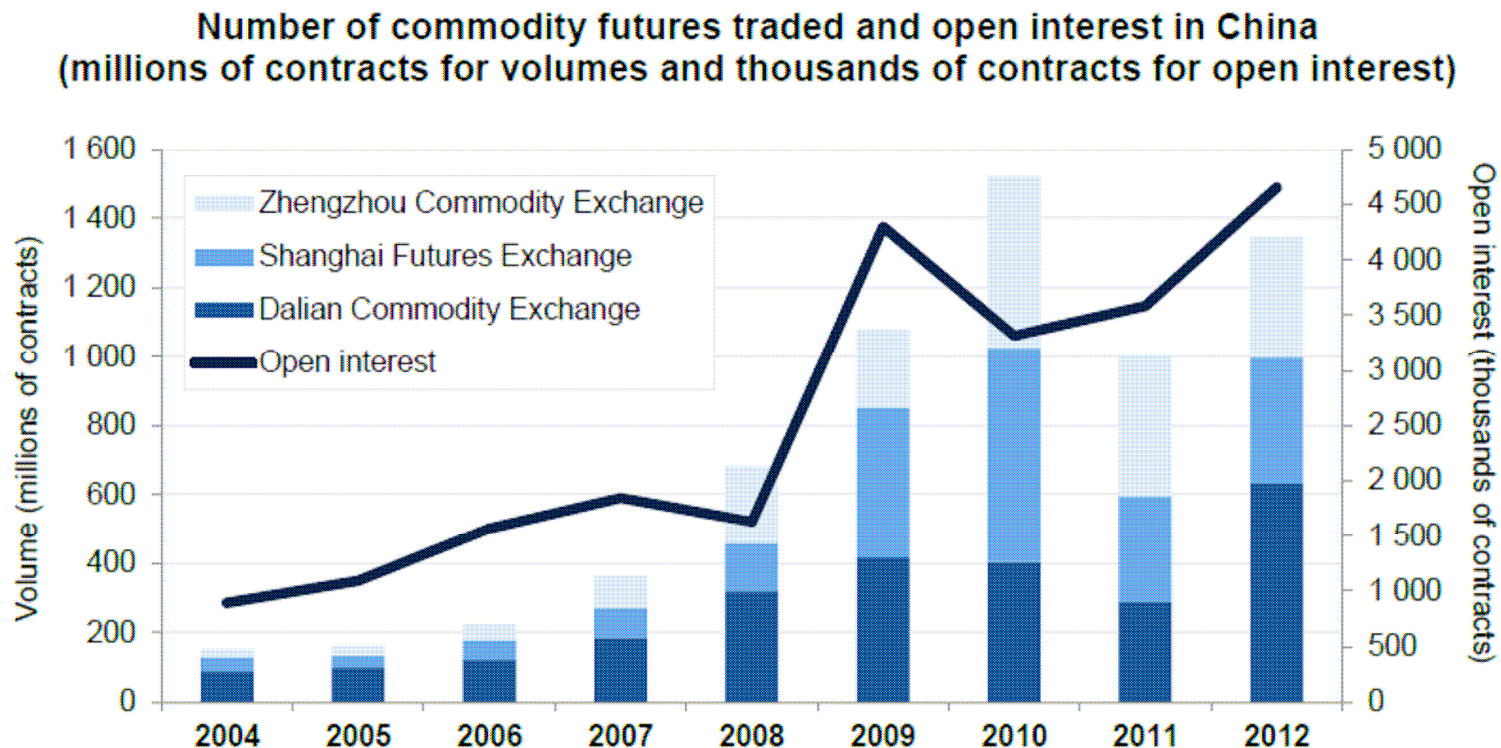


Volumes mensuel des Futures sur produits agricoles



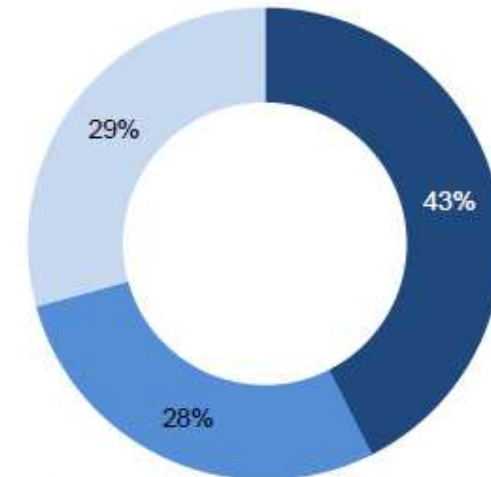
## Développements récents

- Le succès et la fragilité des places asiatiques
  - En 2012: 42% des contrats passaient par une place chinoise

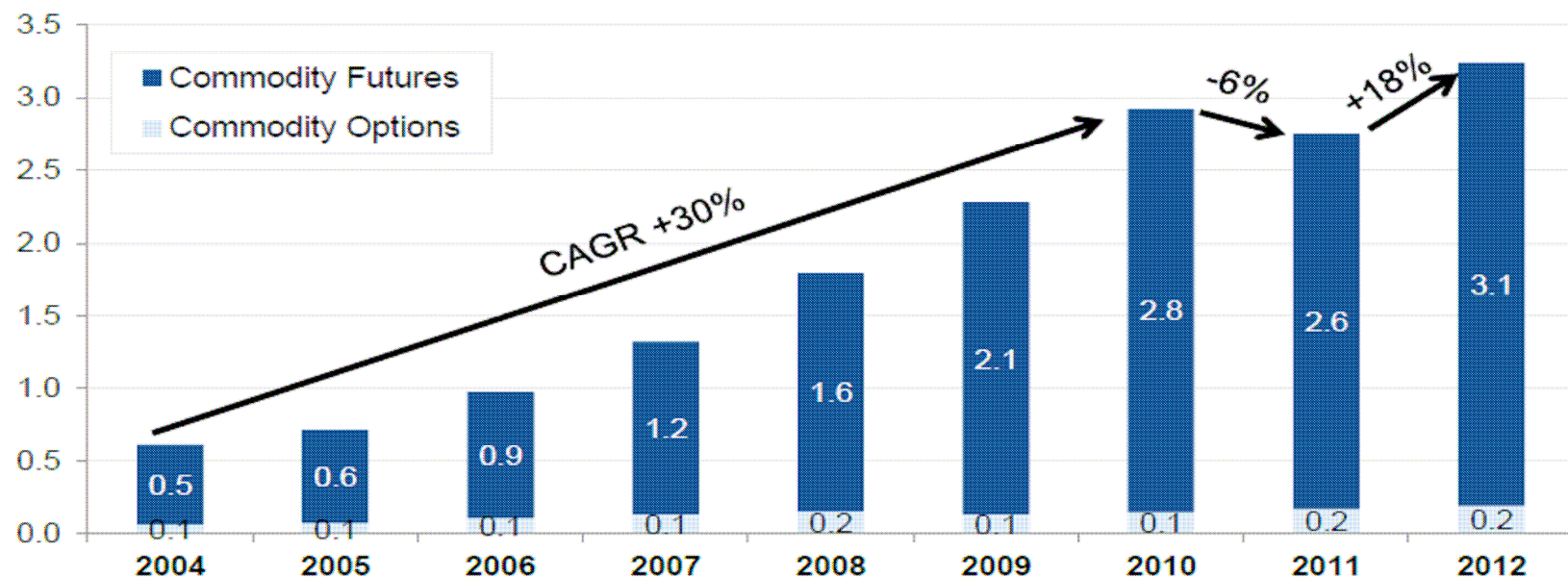


## Développements récents

- Au total un développement qui se poursuit
  - En nombre de contrats proposés
  - En volumes traités (en 2011: 18 fois la production mondiale de maïs, 35 fois celle du soja, 9 fois celle du blé)
  - Mais seulement 6% de l'ensemble des *futures*



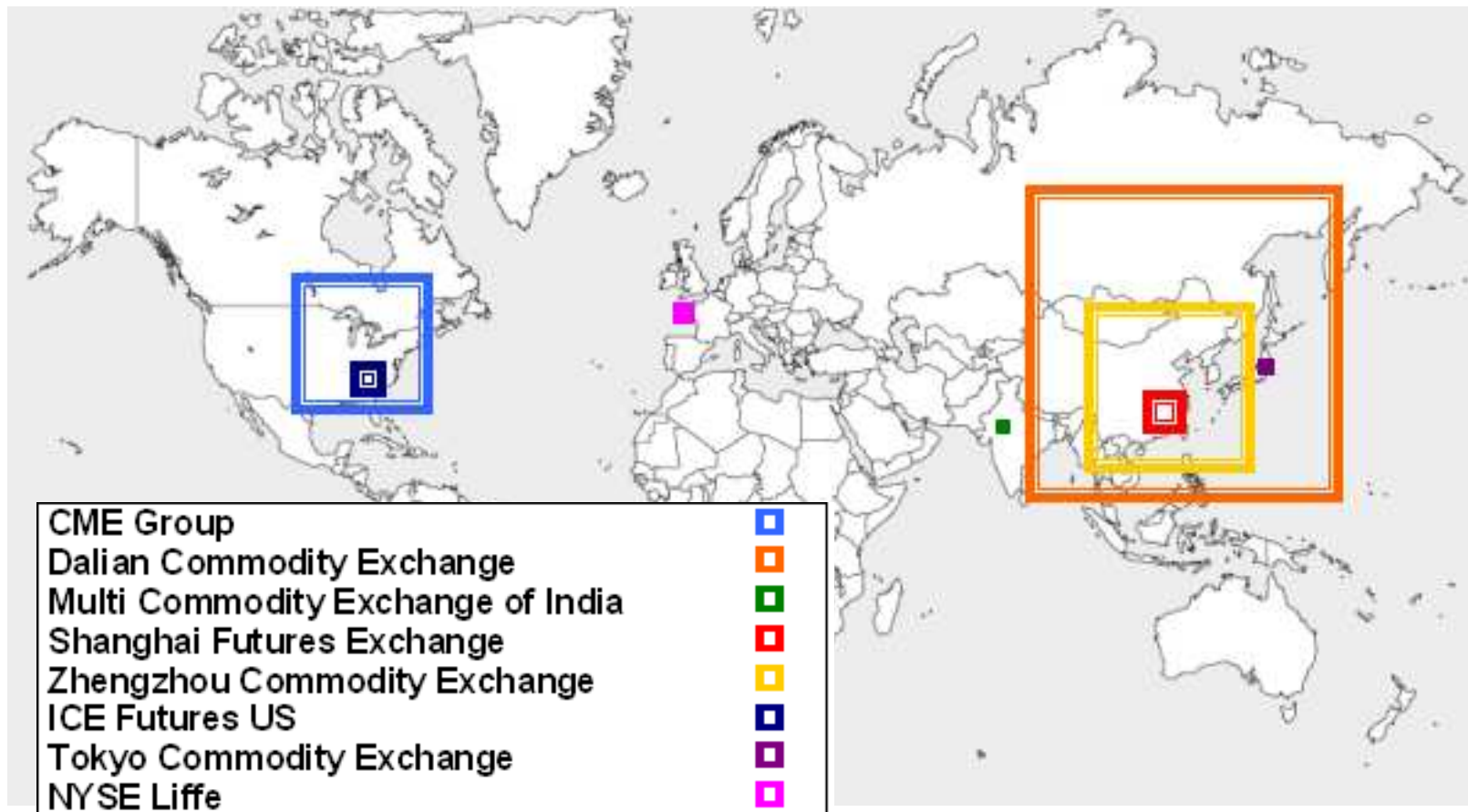
■ Agricultural ■ Metals ■ Energy





## Développements récents

- La géographie des principales places





## Développements récents des marchés à terme

- Un nombre de contrats proposés sans cesse plus important:
  - Céréales (blé, orge, maïs, riz)
  - Oléagineux (colza, complexe soja)
  - Coton
  - Produits animaux (bovin, porc, lait)
  - Soft (café, cacao, sucre)
- Avec un succès plus ou moins probant



# Centre d'Études et de Prospective

## Top 20 Agricultural Futures & Options Contracts

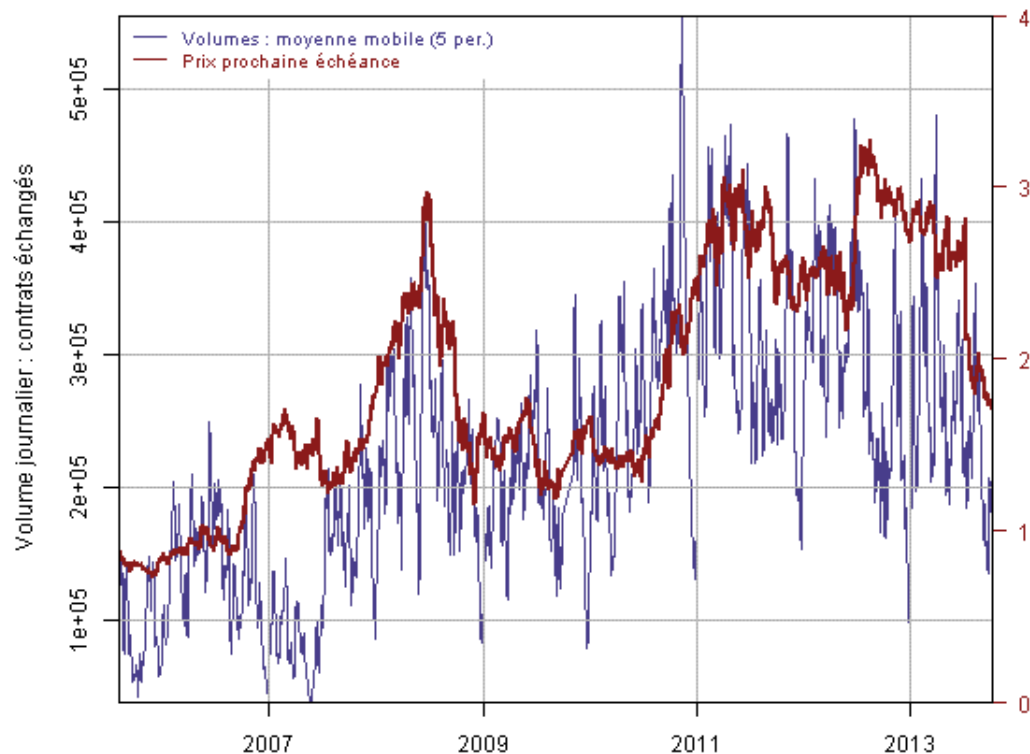
Rank	Contract	Contract Size	Jan-Dec 2011	Jan-Dec 2012	% Change
1	Soy Meal Futures, DCE	10 tonnes	50,170,334	325,876,653	549.5%
2	White Sugar Futures, ZCE	10 tonnes	128,193,356	148,290,190	15.7%
3	Rubber Futures, SHFE	5 tonnes	104,286,399	75,176,266	-27.9%
4	Corn Futures, CBOT	5,000 bushels	79,004,801	73,184,337	-7.4%
5	Soy Oil Futures, DCE	10 tonnes	58,012,550	68,858,554	18.7%
6	Soybean Futures, CBOT	5,000 bushels	45,143,755	52,041,615	15.3%
7	No. 1 Soybean Futures, DCE	10 tonnes	25,239,532	45,475,425	80.2%
8	Palm Oil Futures, DCE	10 tonnes	22,593,961	43,310,013	91.7%
9	Corn Futures, DCE	5,000 bushels	26,849,738	37,824,356	40.9%
10	Soybean Oil Futures, CBOT	60,000 pounds	24,156,509	27,627,590	14.4%
11	Wheat Futures, CBOT	5,000 bushels	24,283,331	27,379,403	12.7%
12	Sugar #11 Futures, ICE Futures U.S.	112,000 pounds	24,629,369	27,126,728	10.1%
13	Corn Options on Futures, CBOT	5,000 bushels	28,650,380	26,599,756	-7.2%
14	Strong Gluten Wheat Futures, ZCE	10 tonnes	7,909,755	25,796,425	226.1%
15	Cotton No. 1 Futures, ZCE	5 tonnes	139,044,152	21,033,646	-84.9%
16	Soybean Options on Futures, CBOT	5,000 bushels	13,236,367	18,402,208	39.0%
17	Soybean Meal Futures, CBOT	100 short tons	16,920,194	18,187,433	7.5%
18	Live Cattle Futures, CME	40,000 pounds	13,532,554	13,985,374	3.3%
19	Lean Hogs Futures, CME	40,000 pounds	9,969,961	11,461,892	15.0%
20	Refined Soya Oil Futures, NCDEX	10 tonnes	5,414,754	8,477,569	56.6%



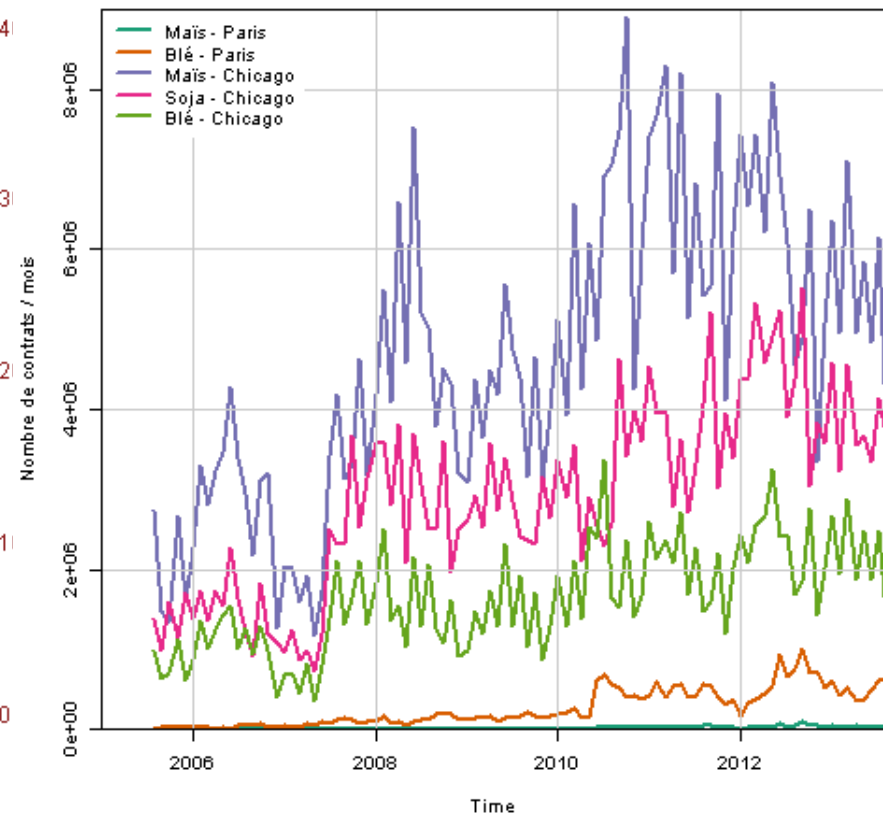
## Développements récents

- Une progression qui semble marquer le pas depuis plusieurs mois. Signe de la fin du « super-cycle des matières premières » ?

Volumes échangés et prix sur les marchés à terme  
Maïs Chicago



Volume mensuel des Futures sur quelques marchés





## Plan de la présentation

- Historique et dynamique des marchés à terme agricole
- **Le fonctionnement d'un marché et ses acteurs**
- La controverse sur la financiarisation et ses effets
- Réguler les marchés à terme

## Le fonctionnement d'un marché à terme

- Caractéristiques d'un contrat à terme: ex du contrat « blé » NYSE-Euronext
  - Une unité: 50T
  - Des critères de qualité (blé meunier « 76,15,4,2,2 »)
  - Un ou plusieurs lieux de livraison (ici: port de Rouen)
  - Des échéances fixes: novembre, janvier, mars et mai jusqu'à mai 2015 puis septembre, décembre, mars et mai à compter de septembre 2015
  - Une date d'échéance (10 du mois)
  - Un « tick » de 0,25 €

## La notion de « couverture »

- Stratégies simples de couverture contre le risque prix

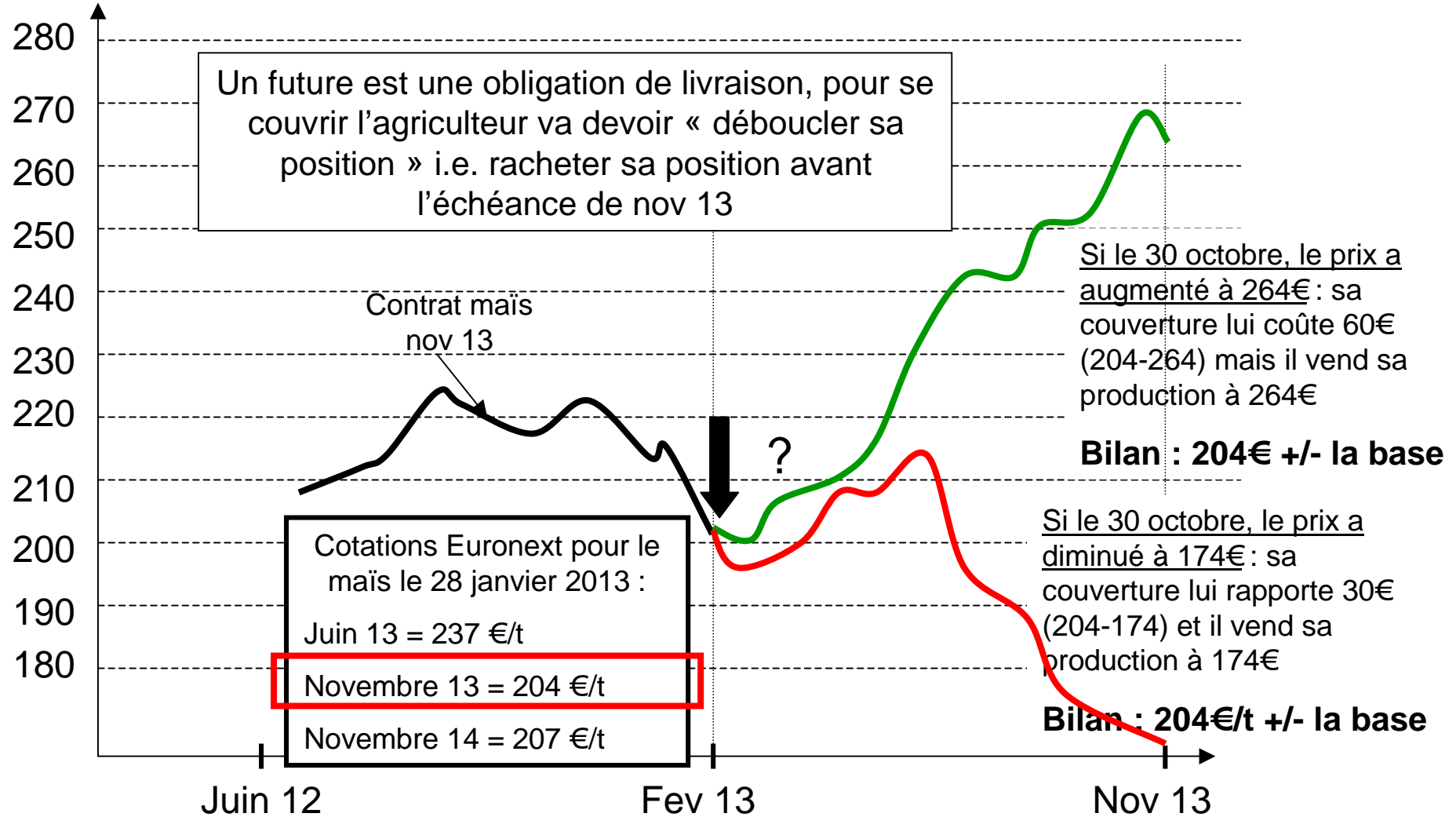
Exemple d'un agriculteur qui va cultiver 50 ha de maïs en 2013 pour un rendement moyen de 10T/ha

Il décide de sécuriser avec des instruments de couverture 20% de sa récolte potentielle dès février avant le semis, soit 100T, trois possibilités s'offre à lui:

- 1) il **vend 2 contrats** (futures) de 50 Tonnes et vendra, après la moisson, sa production auprès de sa coopérative **lors du débouclage** du futures;
- 2) il **achète 2 options « de protection contre la baisse » = put** de 50T et vendra, après la moisson, sa production auprès de sa coopérative/négociant lors de l'exercice de l'option ;
- 3) il **achète 2 options « pour profiter de la hausse » = call** de 50 T et contractualise 100 Tonnes avec sa coopérative/négociant dès aujourd'hui.

## 1er cas : il vend 2 futures à 204 €/t échéance novembre 13

Prix en €/t



La base correspond à l'écart entre le prix d'achat par la coopérative/négociant et le prix du contrat futures le plus mature



# Centre d'Études et de Prospective

**2ème cas : il achète 2 puts de 50t à 15€/t au strike de 204 €/t**

Prix en €/t

280

270

260

250

240

230

220

210

200

190

180

Un put est une option de vente, il n'y a pas à racheter sa position, on « exerce » un put quand les prix ont baissé ; si les prix ont augmenté on ne perd que le coût d'achat de l'option qui est fixé dès le début.

Contrat maïs  
nov 13

Cotations Euronext pour le  
maïs le 28 janvier 2013 :

Juin 13 = 237 €/t

Novembre 13 = 204 €/t

Novembre 14 = 207 €/t

Si le 30 octobre, le prix a augmenté à 264€ : le put ne rapporte rien. Il a été acheté 15€/t le 31 janvier. La production est vendue à 264€/t après récolte

**Bilan : 249€ +/- la base**

Si le 30 octobre, le prix a diminué à 174€ : le put rapporte 30€, il a coûté 15€/t le 31 janvier. La production est vendue à 174€/t après récolte

**Bilan : 189€/t +/- la base**

Juin 12

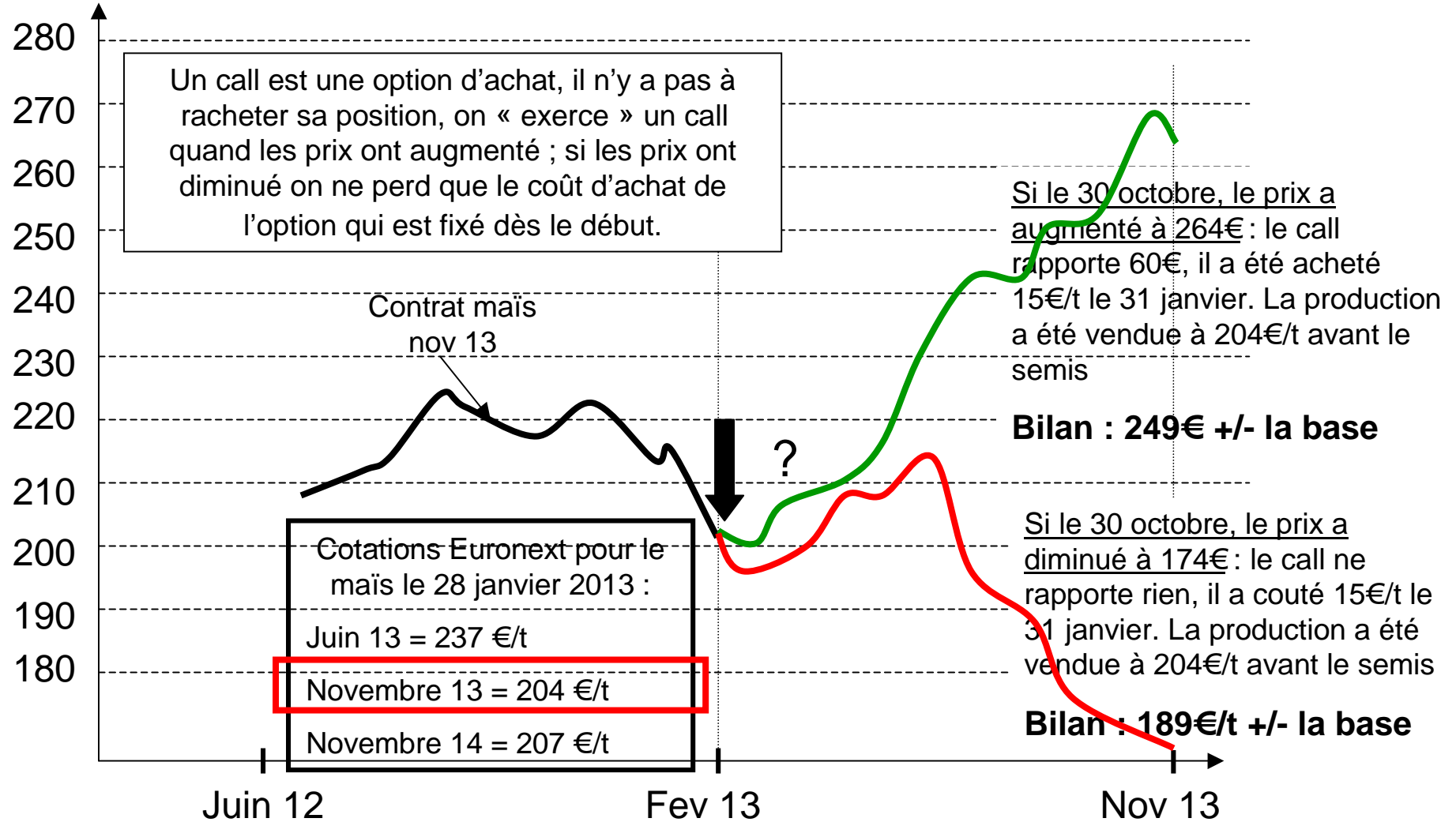
Fev 13

Nov 13

La base correspond à l'écart entre le prix d'achat par la coopérative/négociant et le prix du contrat futures le plus mature

## 3ème cas : il achète 2 calls et contractualise sa production avant le semis

Prix en €/t



La base correspond à l'écart entre le prix d'achat par la coopérative/négociant et le prix du contrat futures le plus mature

## La couverture du risque prix

- La couverture avec des futures conduit dans les 2 cas (hausse et baisse) à 204€/t. Les futures sécurisent mais ne permettent pas de profiter de la hausse.
- Les options permettent de profiter d'une hausse de prix, mais elles ont un coût qui dépend de la volatilité implicite qui correspond à la perception qu'on les vendeurs d'options de la volatilité : plus la volatilité implicite est élevée plus le coût de l'option est élevé.
- On peut acheter des options moins chères en décalant le strike. Pour un strike « hors la monnaie » à 184€, le coût diminue dans notre exemple à 6€. La contrepartie est que le put ne « rapporte » qu'en dessous de 176€ et non en dessous de 189€
- Les stratégies 1 et 3 exposent davantage à un risque de production, si les rendements ne sont pas à la hauteur, le risque de ne pas disposer du volume de production



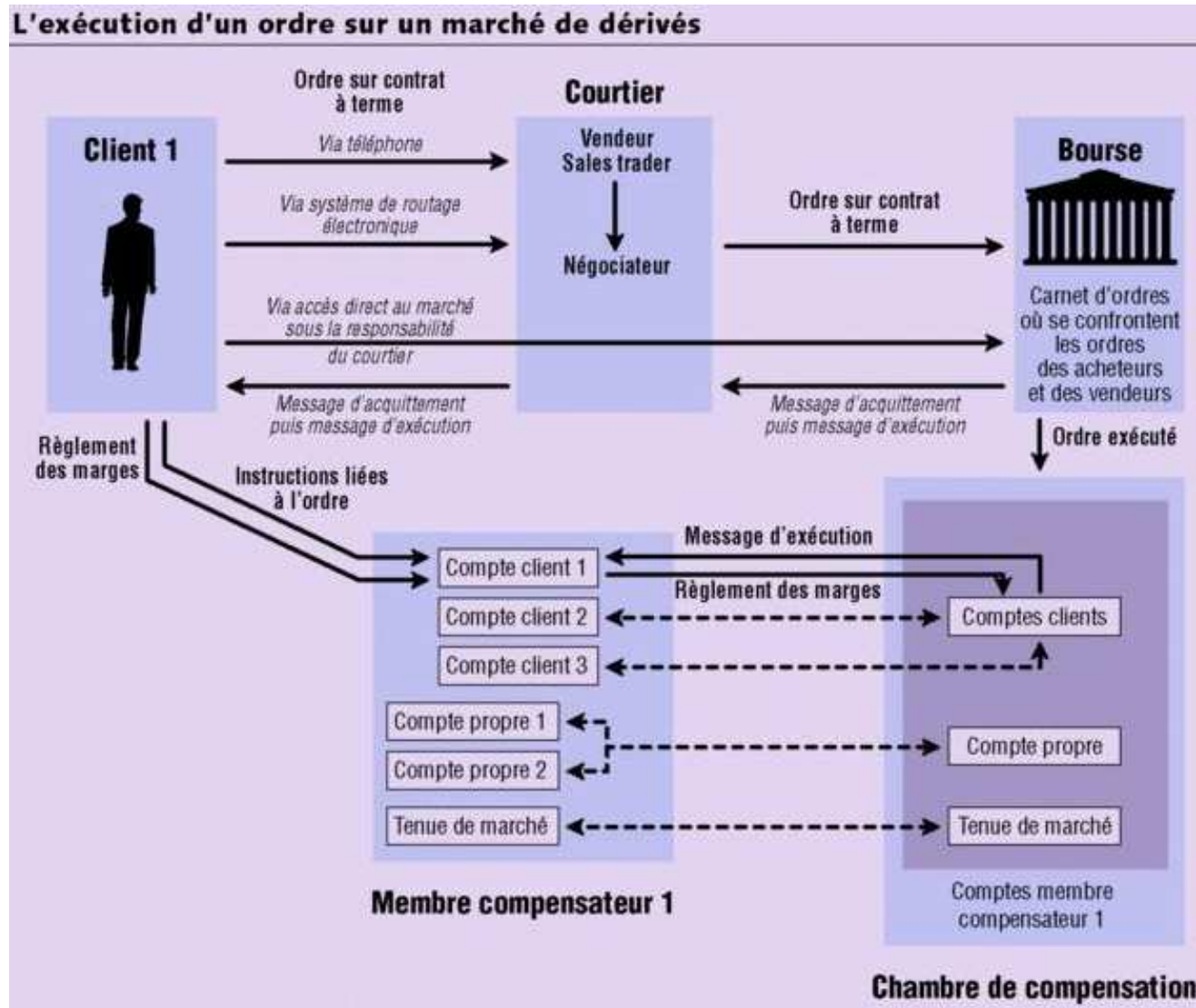
## Les acteurs d'un marché à terme

- L'entreprise de marché (ex: Euronext, CME, ICE...)
  - Établit les règles du marché sous le contrôle de l'autorité de surveillance.
  - Prononce et organise l'admission des valeurs négociables
  - Prononce et organise l'admission des membres du marché
  - Gère les systèmes informatiques de cotation et de négociation
  - Diffuse les cours et le carnet d'ordres au marché
  - Transmet les ordres exécutés à la chambre de compensation,
  - Veille au respect des règles de marché et à ce titre dispose d'un pouvoir disciplinaire envers les membres du marché.

## Les acteurs d'un marché à terme

- La chambre de compensation (ex: LCH Clearnet)
  - Une chambre de compensation a d'abord pour fonction d'intervenir comme contrepartie centrale unique en s'interposant entre acheteurs et vendeurs
  - Assure le « règlement-livraison » (« bonne fin »)
  - Le risque de défaut: deposit et appel de marge.
- Les membres du marché (une exemption pour les commodity traders)
  - Les négociateurs (RTO)
  - Les adhérents compensateurs
- L'autorité compétente: l'AMF

## Les acteurs d'un marché à terme



## Les différents type de membres

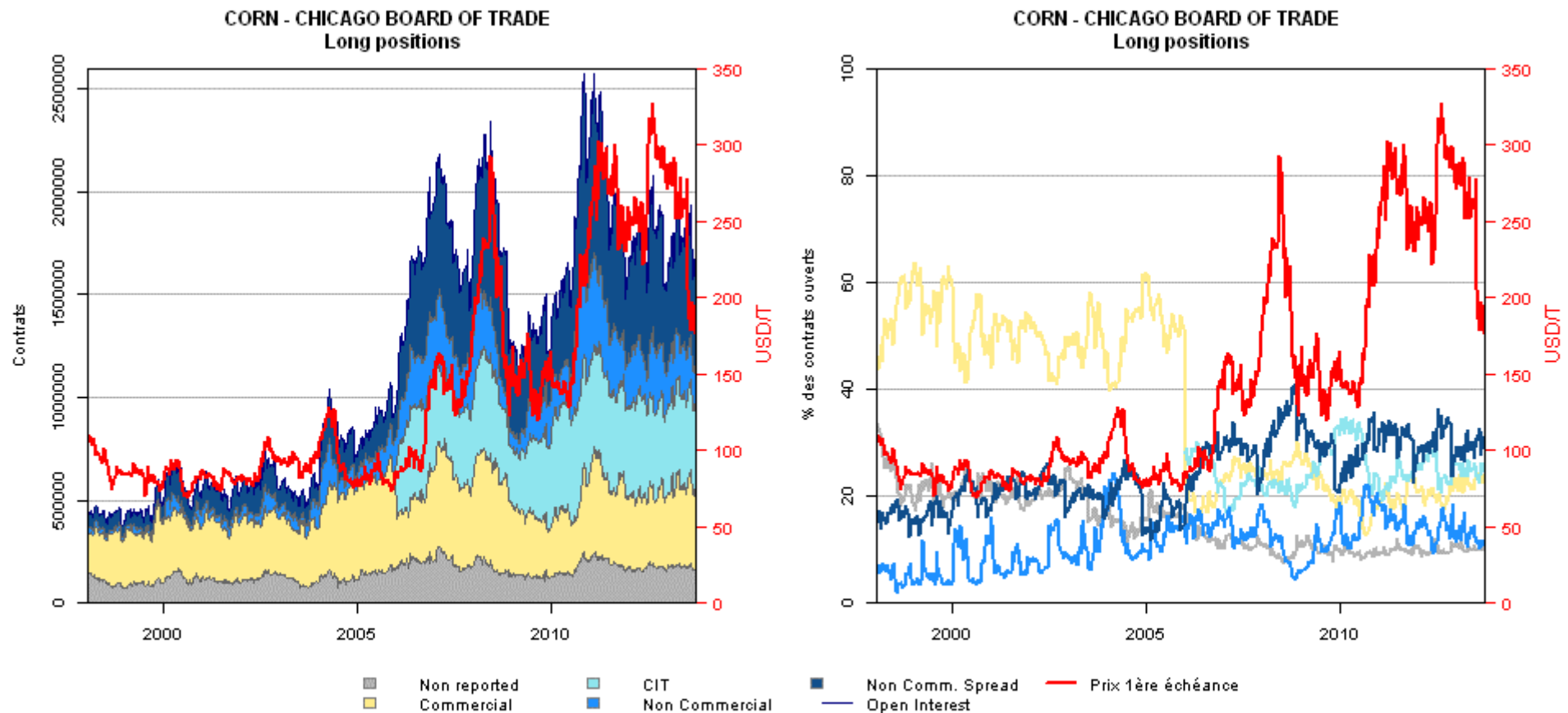
- La classification de la CFTC (*supplemental report*)
  - Les « *commercials* »: opérateurs physiques, collecteurs, transformateurs (meuniers, FAB, etc.), exploitants
  - Les investisseurs indiciels
  - Les « non commerciaux » (proxy: *hedge funds*)

## Les investisseurs indiciels

- Un même principe: investir dans un panier de *futures*, sans échéance a priori (« roll ») pour:
  - Diversifier son portefeuille
  - Se prémunir de l'inflation
  - Bénéficier d'importants retours (anticipés)
- Plusieurs modalités: fonds, ETF, MTN, CLN, etc.
- La question de la réplication (physique *versus* synthétique)
- Une exposition *long* essentiellement mais une passivité moins forte depuis 2011 (sensibilité aux fondamentaux macro)
- Des innovations permanentes (short, rendements doubles, inversés, ETF<sup>2</sup> (ETF d'ETF, etc.)
- Environ 60 Mards de \$ investis (dont 12 pour les ETF)

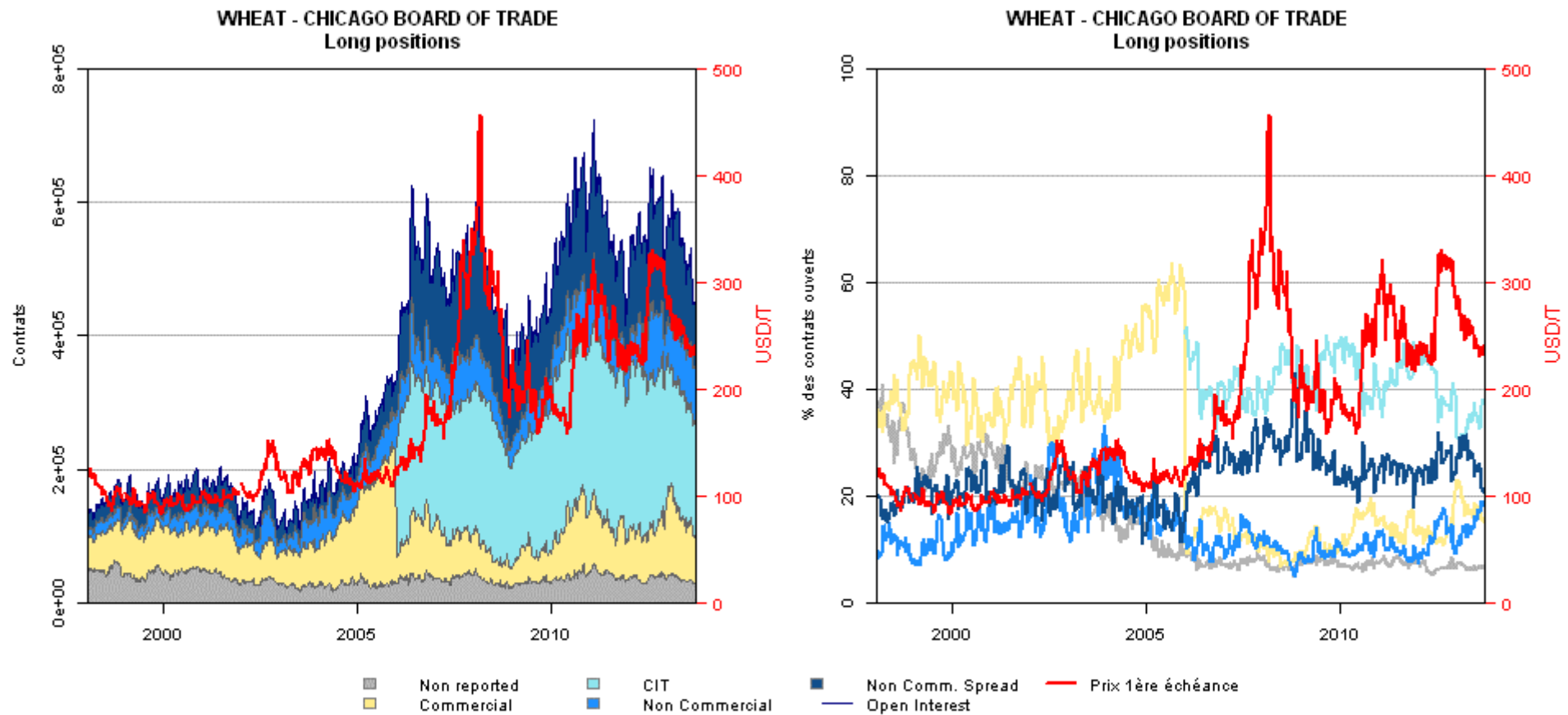
## Les investisseurs indiciels

- Sur les marchés américains, une explosion au milieu des années 2000, un niveau stabilisé depuis.



## Les investisseurs indiciels

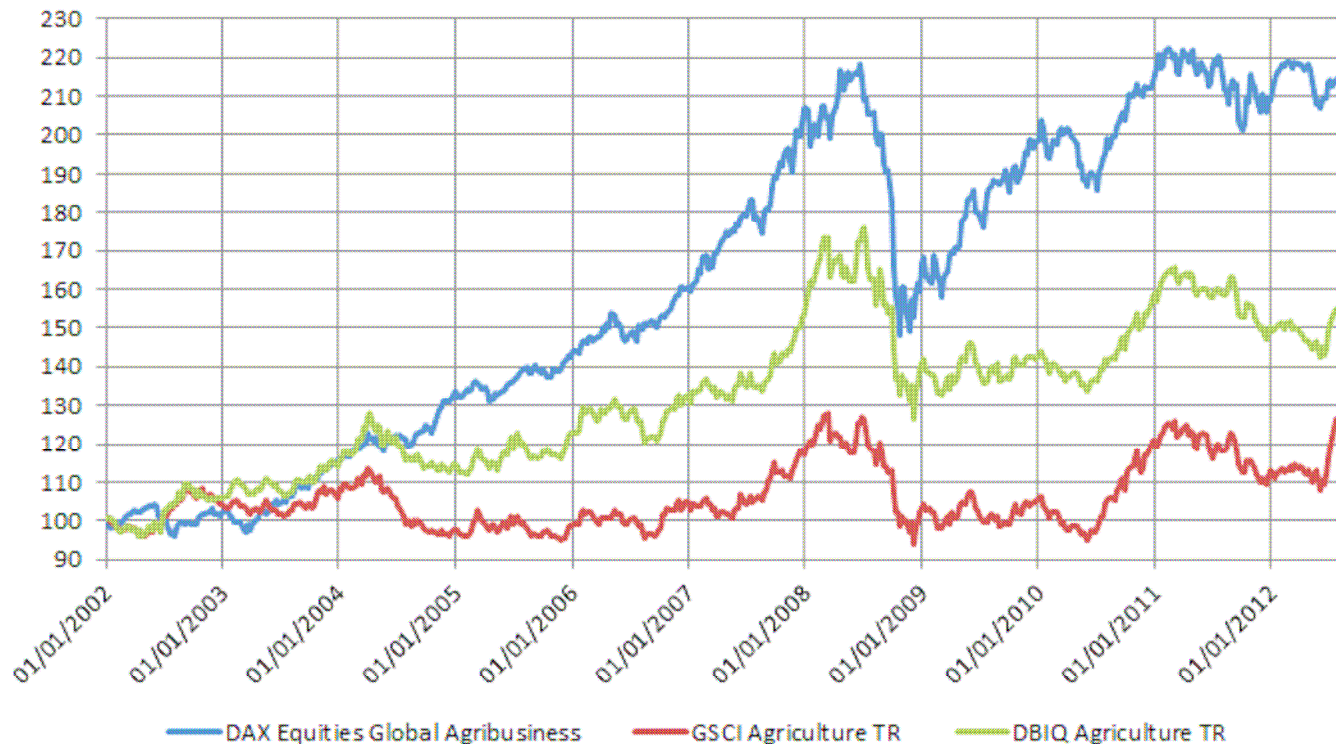
- Sur les marchés américains, une explosion au milieu des années 2000, un niveau stabilisé depuis.





## Les investisseurs indiciels

- A Paris: pas de données (!) mais on sait que le blé et le colza ont intégré le RIC1 index (J.Rodgers)
- Un intérêt controversé pour les investisseurs
  - Des rendements limités, plus faibles que dans l'agribusiness





## Les investisseurs indiciels

- Un intérêt controversé pour les investisseurs
  - Des rendements limités, plus faibles que dans l'agribusiness
  - La diversification remise en cause
- ... et pour les autres
  - Une demande rigide et une forte inertie
  - mais des reflux parfois brutaux
  - L'importance des fondamentaux macro (\$, RA)
  - Une liquidité discutable
  - L'effet « contango » du roll fixe

## Les investisseurs indiciels

- Les ETF fournisseurs de liquidité ?

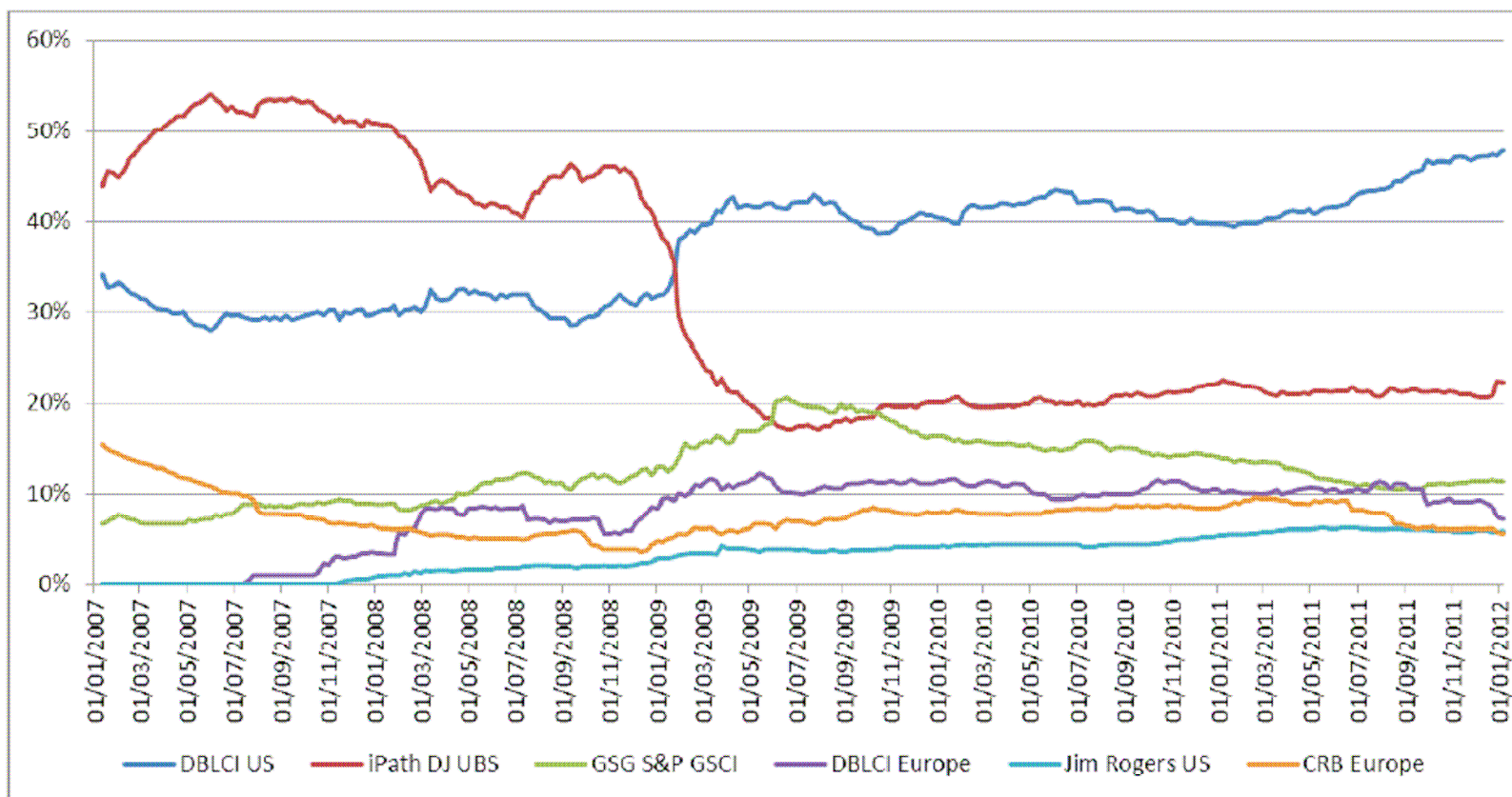


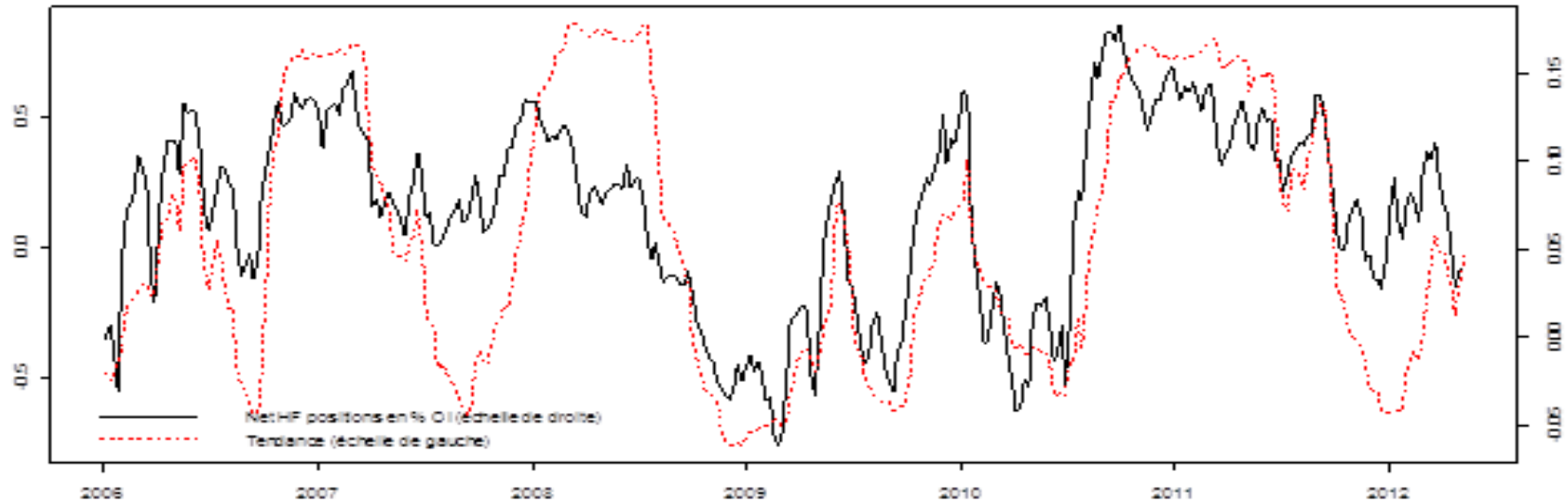
Figure IV.7.1: Part de marché en % des encours gérés sur les ETF d'indices de matières premières

## Les « hedge funds »

- Des acteurs et stratégies très variées:
  - Global Macro (gestion discrétionnaire ou systématique): investissement directionnel (bull/bear) sur la base des grandes annonces et indicateurs macro-économiques
  - Gestion systématique: investissement directionnel trend following ou mean reversing, souvent uniquement algorithmique, analyse chartiste
  - Arbitrage statistique (calendaire, intercommo, inter-places)
  - Roll arbitrage (ex: GSCI frontrunning)

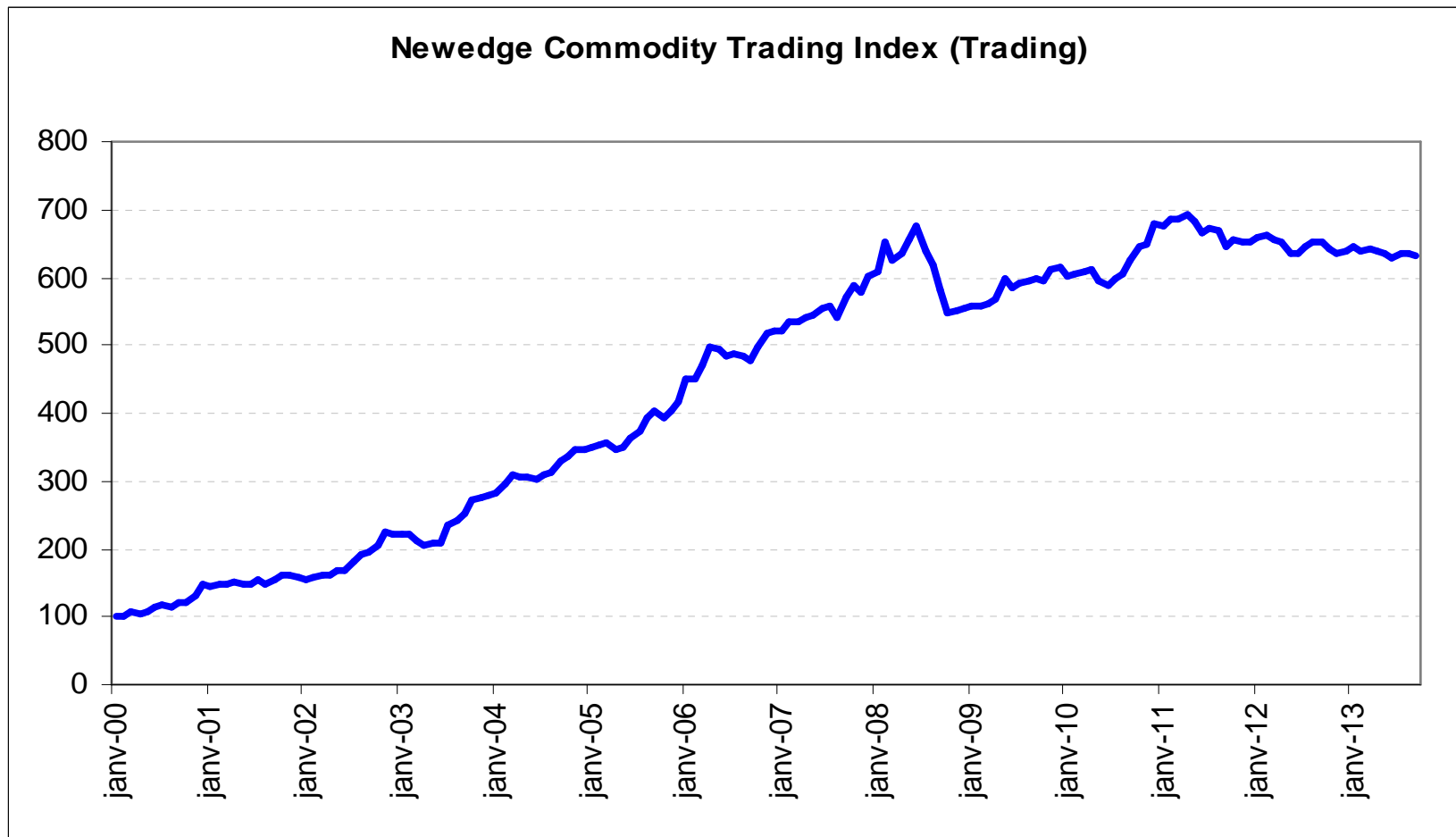
## Les « hedge funds »

- Les « trend followers » dominant
- Ce qui peut inquiéter (herding, bulle, etc.)



## Les « hedge funds »

- Des performances qui patinent



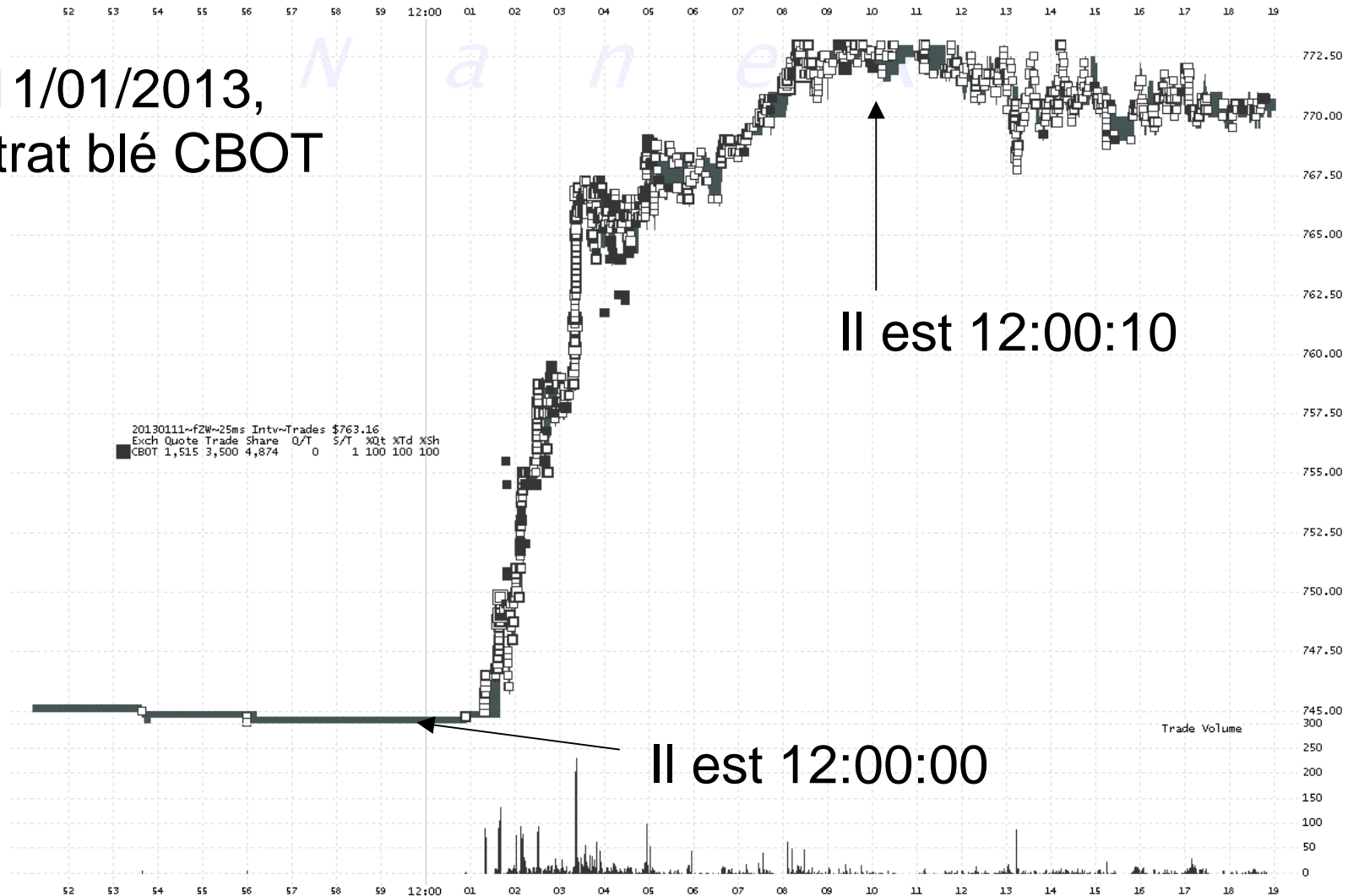
## Les « hedge funds »

- Le trading haute fréquence
  - Le *flash krach* du 6 mai 2010 (le DJ perdait 9% en 10 minutes).
  - Près de 17 000 mini-krach/spike entre 2006 et 2011 !
  - Un pas de temps inférieur à la microseconde
  - 30 à 35% des transactions réalisées en Europe selon les estimations de marché, 50-60% des transactions réalisées aux US
  - Utilisé sur des marchés de matières premières US
  - Mais pas sur les marchés parisiens
  - La question du *market making*



## Le trading haute fréquence

Le 11/01/2013,  
contrat blé CBOT





## Plan de la présentation

- Historique et dynamique des marchés à terme agricole
- Le fonctionnement d'un marché et ses acteurs
- **La controverse sur la financiarisation et ses effets**
- Réguler les marchés à terme





## Les débats théoriques

### Au delà des marchés agricoles

- Eugène Fama et l'efficiance des marchés financiers

*versus*

- Une succession de bulles (Shiller, Kindelberger)

### La flambée de 2007-2008 sur les matières premières

- Krugman et les stocks introuvables

*versus*

- D'autres approches (ex: Babusiaux et al.)

## Les études empiriques

- **L'accusation de Masters**
  - **Une batterie de publications sur le sujet**
    - Les tests de causalité de Granger (Irwin, Sanders, 2010)... sensibles à la méthode employée (Robles et al., 2009)
    - Les tests d'existence de bulles sont contradictoires (Gilbert (2012) *versus* Emekter et al. (2012)): là aussi dépendance à la méthode
    - Utilisation de variables de contrôle (Singleton, 2011; Guillemainot et al, 2013) ou de variables « exogènes » (Henderson et al, 2012),
    - Des pistes pour distinguer des « phases » de stress
    - Etc...
- ⇒ **La controverse demeure et deux chapelles se sont formées.**

## Les études empiriques

- **Une constante robuste et troublante: des cours de matières premières toujours plus corrélées**

2002-2006

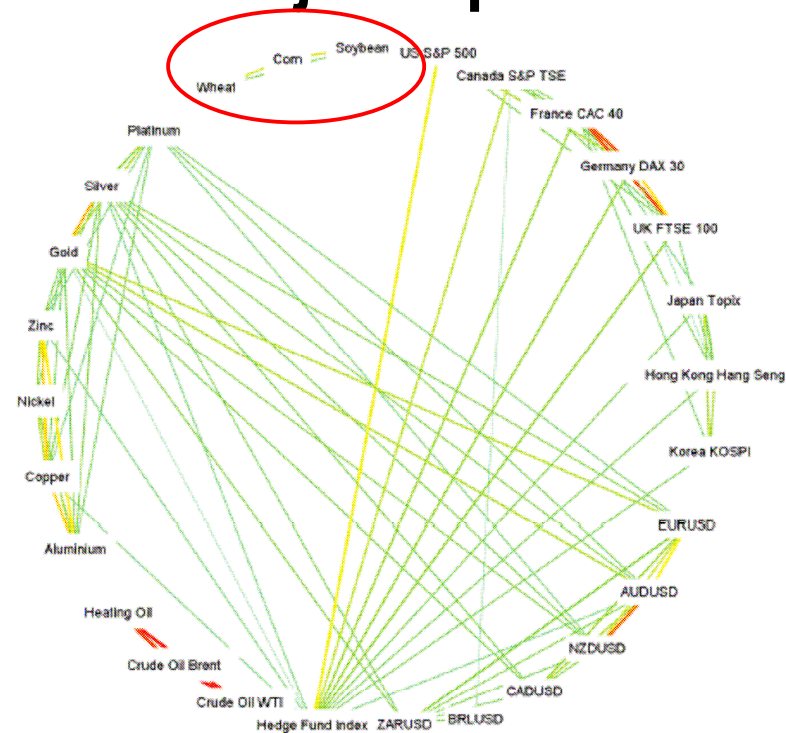


Figure II.3.13 : Réseau de corrélation entre les rendements quotidiens de différents actifs (indices boursiers, devises, hedge fund, énergie, métaux de base, métaux précieux, céréales) entre 2002 et 2006 ; les corrélations inférieures à 25% ne sont pas représentées ; les corrélations les plus faibles sont représentées en vert et les plus fortes en rouge. On voit que les grains et l'énergie sont nettement séparés du reste du système. Les métaux se corrént par contre à certaines devises de pays producteurs.

## Les études empiriques

- **Une constante robuste et troublante: des cours de matières premières toujours plus corrélées**

2007-2012

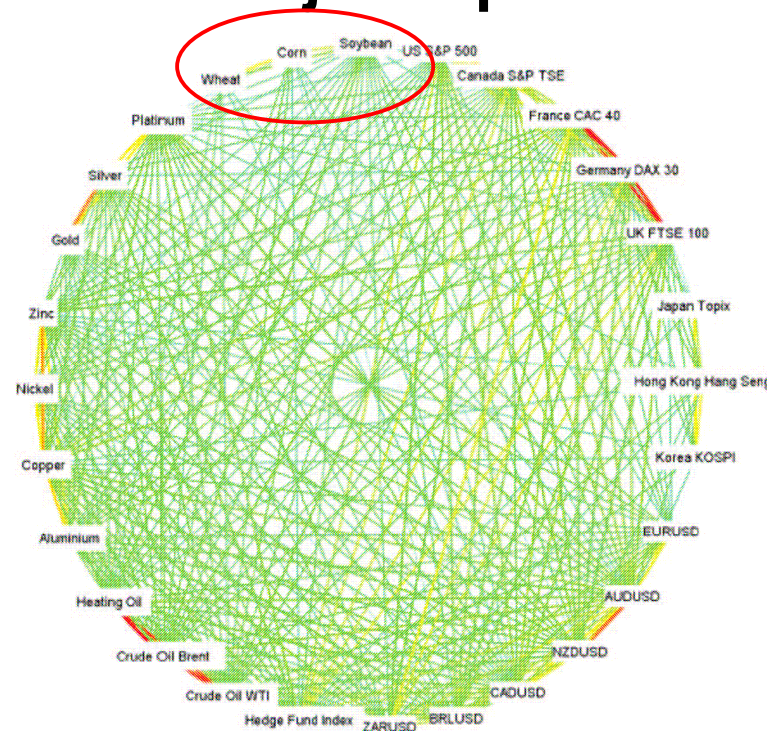


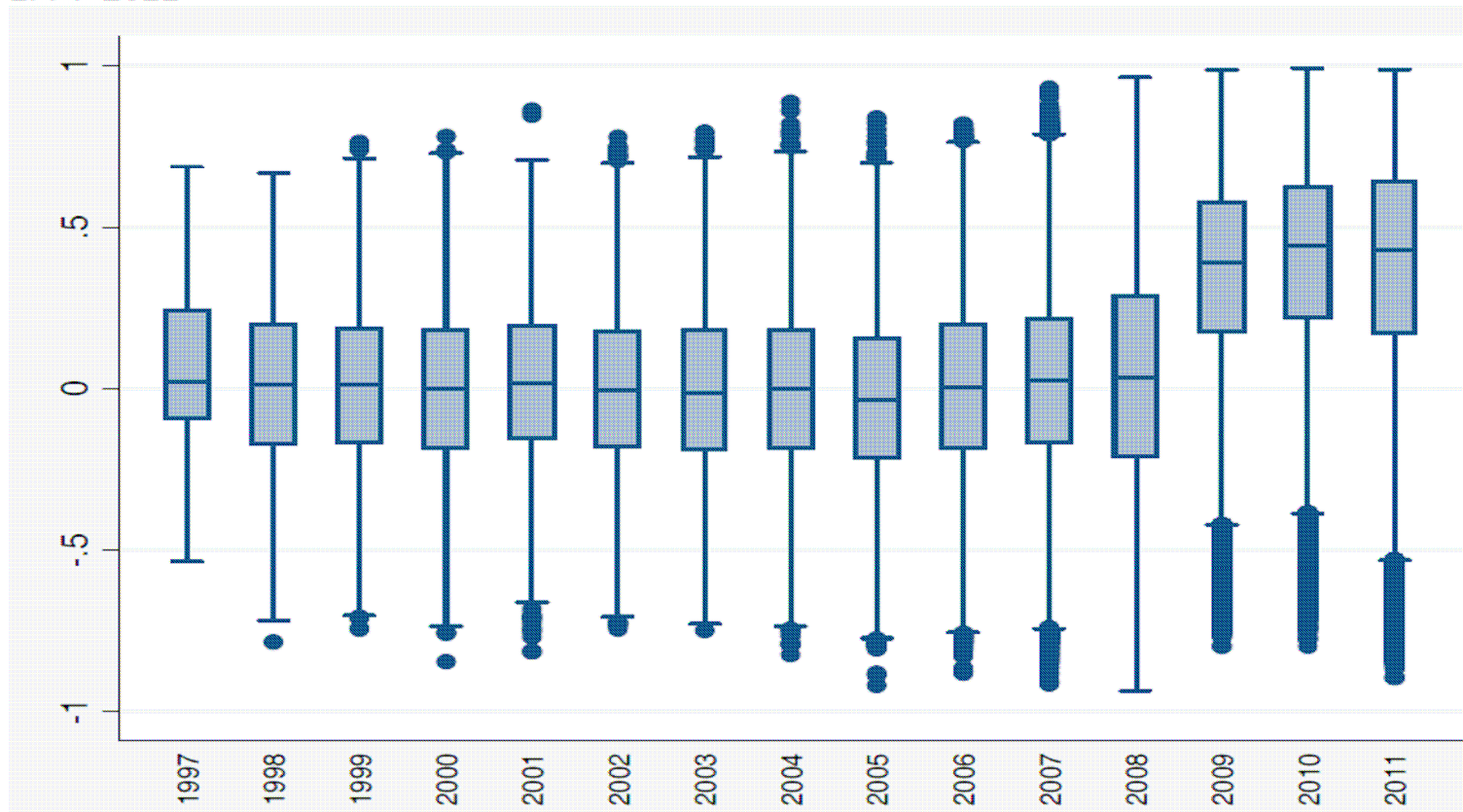
Figure II.3.14 ; Réseau de corrélation entre 2007 et 2012 ; Il n'y a plus de segment du marché déconnecté du reste du système. En particulier, l'agriculture est devenue intégrée avec l'énergie et les devises, et même dans certains cas les métaux et les indices boursiers (voir les liens soja/UK FTSE et soja/métaux).



## Les études empiriques

- ...y compris sur un temps très court (Bicchetti et Maystre, 2012)

Figure 2d: Annual distribution of the 10-second rolling correlations computed over 150 seconds between the returns on the WTI and the E-mini S&P 500 futures (front month) 1997-2011



## Un débat qui n'est pas qu'académique...



**ON NE JOUE PAS  
AVEC LA NOURRITURE!**



**STOP à la spéculation financière  
sur les matières premières agricoles.**

Chaque jour, des investisseurs financiers parient sur l'évolution des cours du blé, du maïs, ou encore du riz... Cette spéculation massive et sans limite accentue la volatilité des prix agricoles, au détriment des consommateurs et des petits producteurs agricoles. Rien qu'en 2011, la hausse des prix alimentaires a plongé 40 millions de personnes supplémentaires dans la faim et la pauvreté.

Passez à l'acte sur [www.sosfaim.org/campagne2012](http://www.sosfaim.org/campagne2012)



- Un débat polémique, des incertitudes scientifiques...
- ... mais aussi des « scandales » avérés (MF Global, THF)
- ⇒ ...vers un « véritable » principe de précaution ?



# Centre d'Études et de Prospective

**Place aux questions...**

<http://agriculture.gouv.fr/centre-d-etudes-et-de-prospective>



## Plan de la présentation

- Historique et dynamique des marchés à terme agricole
- Le fonctionnement d'un marché et ses acteurs
- La controverse sur la financiarisation et ses effets
- **Réguler les marchés à terme**



## Cycles de régulation/dérégulations

- 1848 => 1923: une régulation d'abord privée
  - 1865/68: mise en place des premières règles (autorégulation): appels de marge, procédure de livraison, interdiction des corners
  - 1880/1920: environ 200 « bills » dans de nombreux Etats contre la spéculation, les options, les ventes à nu, les « bucket shop », limites de position, etc.
- 1921/23: Future Trading Act/ Grain Futures Act : premières régulations fédérales
  - Désignation de places autorisées à proposer des futures, interdiction de l'OTC
  - Premières instances fédérales de régulation (GFC, GFA)
  - Obligation de déclarer les positions sur une base journalière
  - Premières limites de variation de cours
- 1927 => 1933 : libéralisation
  - 1927: suspension de plusieurs mesures, notamment les obligations de transparence



## Cycles de régulation/dérégulations

- 1936 => 80s : phase de régulation
  - 1936 : Commodity Exchange Act
    - Limites de position spéculative et interdiction des options
  - 1947: La Commodity Exchange Commission est rattachée à l'USDA
  - 1947/73: Interdiction des futures sur les oignons et les pommes de terre, renforcement de la transparence (reporting COT), augmentation des sanctions d'abus marché (oignon, soja, etc.)
  - 1974: création de la Commodity Futures Trading Commission
  - 70s et 80s: activité importante de la CFTC: surveillance, interdiction de transaction sur les options, fermeture temporaire des futures sur le blé (embargo URSS), etc.

## Cycles de régulation/dérégulations

- 80s => 2007 : libéralisation croissante
  - 80s et 90s: autorisation des options, facilitation accordées pour les transactions OTC, relâchement des limites de position,
  - 1999: la CFTC renonce à l'un de ces leviers majeurs : sa nécessaire approbation préalable avant le lancement d'un contrat
  - 2000: le Commodity Futures Modernisation Act et la « faille ENRON »: l'explosion de l'OTC
- 2007 => ? : retour de la régulation
  - 2007: prise en compte des fonds indiciels dans le COT
  - Le Farm Bill de 2008 ferme la « faille ENRON »,
  - 2010: Dodd Frank Act
    - A l'heure actuelle : de nombreuses « règles » adoptées par la CFTC mais des retards persistant... et un régime de « limites de position » cassé par décision de justice (28 septembre 2012)
- Rien n'est définitivement acquis et la perspective d'un reflux existe (cf. Bâle III)



## Le retour de la régulation ?

- Crise financière de 2007-2008 (Subprimes, Lehman, CDS, etc.)
- Débats autour de la financiarisation des matières premières (pétrole et produits agricoles)
- Succession de scandales sur matières premières (corner sur le cacao londonien, corner sur le pétrole WTI ?, faillite de MF Global, etc.)
- Remise en cause de la logique de dérégulation ou d'autorégulation des marchés financiers.
- Prise de conscience accrue d'enjeux spécifiques pour les marchés de matières premières
- Lutter contre le risque systémique et assurer l'intégrité des marchés



# Centre d'Études et de Prospective

Suite à la crise, le G20 comme arène politique privilégiée car le risque systémique est mondial (fort leadership US):

## Les engagements du G20 de Pittsburgh (sept 2009):

- Tous les contrats dérivés échangés de gré à gré doivent faire l'objet d'un enregistrement dans des bases de données centralisées => **transparence**
- Les contrats dérivés standardisés doivent être échangés sur des plateformes électroniques et compensés dans des chambres de compensation d'ici fin 2012 => **obligation de compensation et obligation de passer par des plateformes**

## Les engagements du G20 de Cannes (nov 2011):

- « Dans le cadre de notre programme de régulation financière, nous entérinons les **recommandations de l'OICV** pour l'amélioration de la régulation et de la supervision des marchés de dérivés de matières premières. Nous convenons que **les régulateurs de marché doivent être dotés de réels pouvoirs d'intervention** pour prévenir les abus de marché. En particulier, ils devraient, entre autres pouvoirs d'intervention, **disposer et faire usage de leurs pouvoirs de contrôle des positions, y compris établir des limites de position ex ante en tant que de besoin.** »



## Les 22 principes de l'OICV

- Utilité économique: les contrats doivent d'abord être utiles pour les opérateurs qui souhaitent gérer leur risque (sous-jacent) et pour la “découverte” des prix.
- Corrélation avec le sous-jacent et fiabilité du “règlement-livraison”
- Cadre de surveillance pour l'autorité de marché, accès aux informations (OTC, on-exchange, physique), moyens de suivi (yc pour le THF)
- Pouvoirs d'intervention
  - *Position Management Powers, Including the Power to Set Position Limits*
  - *Other Discretionary Powers (including price movement limits)”*
- Cadre de lutte contre les abus de marché
- Reporting des positions des “large traders” et transparence sur les positions agrégées



## Régulation financière communautaire : une nouvelle architecture

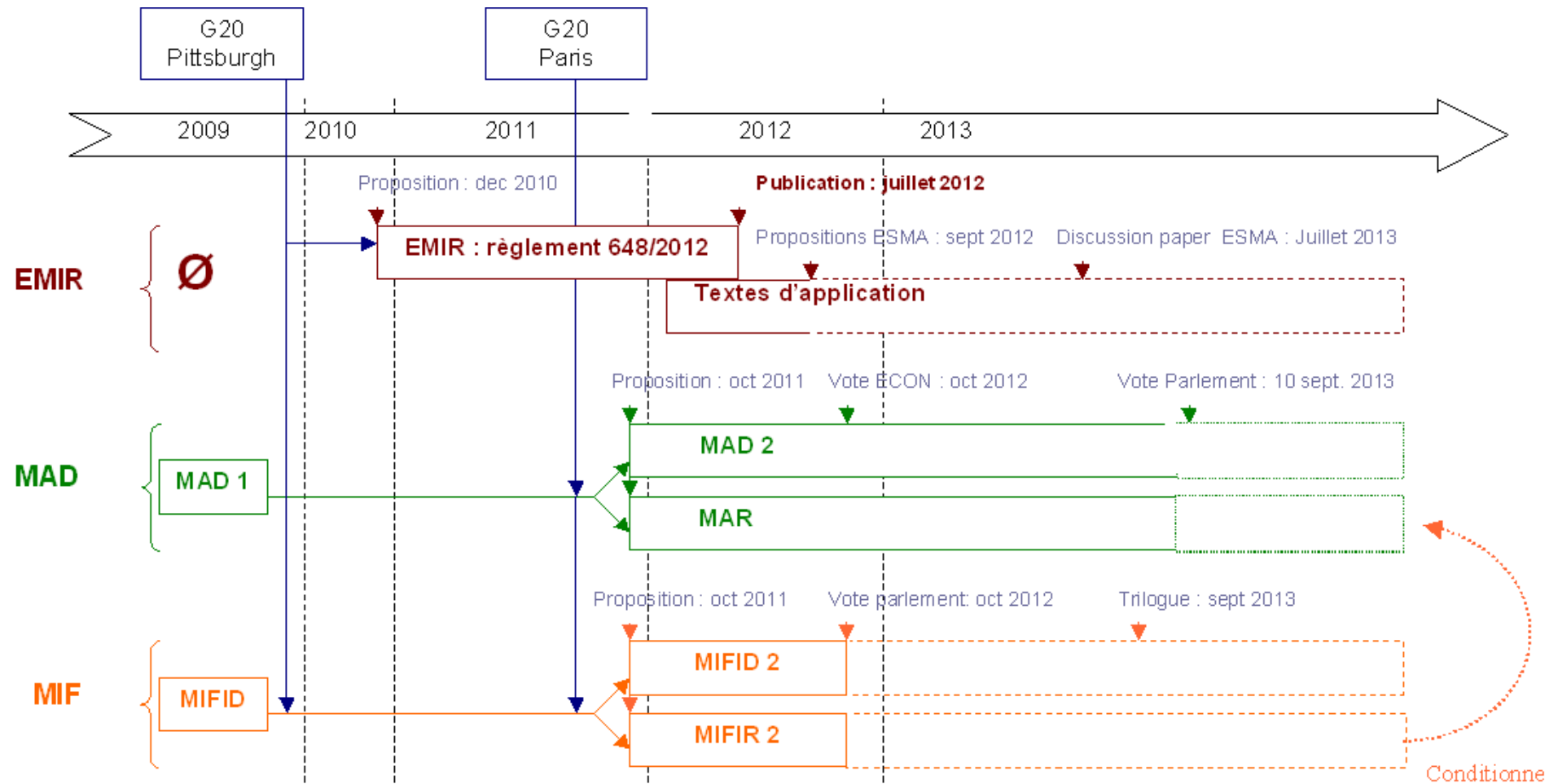
### Un nouveau texte EMIR sur les dérivés de gré à gré (OTC)

- Deux principes essentiels: reporting et compensation de l'OTC.
- Déclinaison de l'engagement des européens au G20 de Pittsburgh de réguler le marché des produits dérivés de gré à gré (commodities peu distinguées)
- Un long processus d'accord politique et une évolution des modalités de reporting (généralisation) et de clearing (exemption pour « couverture »)

### Révisions de MIF -> MiFID et MiFIR et MAD -> MAR et « MAD-pénal »

- Propositions de la Commission en octobre 2011
- MAD (Market Abuse Directive) : information privilégiée, opération/délit d'initié, manipulation de marché, pouvoir du régulateur, marchés sous-jacents concernés, etc.
- MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) : fonctionnement des places de marchés et conditions d'accès des sociétés d'investissement (dont agrément financier), protection des investisseurs, pouvoir du régulateur, coupe circuit et limites de position, définition d'instruments financiers, trading algorithmique, etc.

## Régulation financière communautaire : une nouvelle architecture





## Quelles incidences pour les filières agro-alimentaires ?

- **Objectif principal : limiter le risque systémique via compensation, transparence et résilience**
  - Intégrité des marchés pour qu'ils servent à l'économie réelle : pas de freins à l'utilisation pour les commerciaux (end user exemptions) dont la production couverte vaut garantie
  - Lutte contre la volatilité des prix ? Au mieux par une meilleure transparence et des pouvoirs donnés aux régulateurs notamment sur les manipulations croisées
- **Une approche pragmatique dans la régulation pour des marchés qui fonctionnent mieux**
  - Des dispositions inspirées de l'expérience américaine... à la sauce européenne
  - de nombreuses dispositions sont renvoyées « en rang 2 » (actes délégués, task force ESMA, groupe experts DG Agri, etc.)
  - les pouvoirs des régulateurs sont renforcés, mais la mise en application dépendra aussi des moyens dont ils disposeront
  - construction d'une jurisprudence à venir (MAD)



## EMIR : transparence/compensation de l'OTC

- **Reporting/Transparence :**
  - Un reporting exhaustif des transactions à des référentiels centraux
  - Une partie des informations rendues publiques de manière agrégée.
- **Obligation de compensation :**
  - Obligation de clearing des contrats OTC éligibles : systématique pour les financiers, avec seuil pour les non-financiers (3 milliards de montant notionnel).
  - Clause de « bona fide hedging » : les positions correspondant à une couverture sont exclues du calcul du seuil.

## MIFID/MIFIR

- **Restriction des exemptions à l'agrément financier (= garanties financières et contrôle interne renforcé):**
  - Suppression de l'exemption pour les courtiers spécialisés
  - Maintien de l'exemption pour les firmes négociants pour compte propre ou fournissant des services d'investissement aux clients de leur activité principale, lorsque cette activité principale n'est pas « financière » et dans le cadre d'opérations de couverture
- **Des pouvoirs accrus pour les autorités et des exigences pour les places:**
  - Encadrement du trading algorithmique et résilience des places (coupe circuits)
  - Renforcement des pouvoirs de l'ESMA dans la fixation de standards, rôle de coordination entre les régulateurs financiers nationaux... mais aussi, si nécessaire, en intervenant directement
  - Renforcement des pouvoirs des autorités: possibilité de suspendre les cotations ou de proscrire un instrument financier, de limiter son utilisation à certaines catégories d'opérateurs

## MIFID/MIFIR

- **Définition des instruments financiers (Annexe 1.C)**
- **Migration de l'OTC vers les plateformes régulées (MR,MTF,OTF):**
  - Le texte initial de la Commission ne proposait aucune proposition de modification, mais MIF1 ne concernait que les plateformes et pas l'OTC
  - Problème identifié car problème de circularité, et des insuffisances :
- **Migration de l'OTC vers les plateformes régulées (MR,MTF,OTF)**
- **Limites de position**
  - Deux objectifs : 1) éviter les pb de congestion à l'échéance et les manipulations croisées (plus consensuel) ; 2) éviter la concentration excessive de positions (moins consensuel)
  - Limites de position établies par les régulateurs et « management de position » géré par les plateformes d'échanges
  - Les positions de couverture ne sont pas comptées dans le calcul des limites
  - Mais encore de nombreux points à faire converger
- **Publication hebdomadaire agrégée des positions**

## MAD/MAR: Abus de marché

- **Nouveauté : les marchés physiques sont maintenant concernés:**
  - Accès aux données par les autorités financières y compris accès aux systèmes de négociation et aux informations touchant aux marchés physiques
  - Sanction des manipulations croisées (MAD pénal, traduction dans le droit national)
  - Extension de la définition de l'information privilégiée aux marchés spot
- **Une notion clé : le caractère « price sensitive » d'une information**
  - Comment appliquer aux MP l'impératif de rendre publique une information qui, dès lors qu'elle était communiquée aurait un impact sur les prix ?
  - Peu de débats dans les milieux agricoles contrairement à MiFID



## **Avec la loi de de séparation et de régulation des activités bancaires, la France anticipe les règlements européens**

- **Loi du 26 juillet 2013**
- **Une réforme pour une réduction des risques de manipulation et des risques systémiques, sur l'ensemble des marchés financiers**
  - Séparation des activités bancaires (filialisation des activités spéculatives pour compte propre, interdiction pour la filiale d'intervenir sur les marchés agricoles)
  - renforcement des pouvoirs de l'AMF
  - renforcement de l'autorité de contrôle prudentiel et de résolution
  - supervision des chambres de compensation
  - contrôle des plateformes de négociation : instauration de coupe-circuits...
  - contrôle du trading algorithmique : notification, traçabilité des ordres et des algorithmes



## **Avec la loi de de séparation et de régulation des activités bancaires, la France anticipe les règlements européens**

- **Un chapitre dédié à la régulation du marché des matières première :**
  - Instauration, à compter du 1er juillet 2015, de limites de position sur instruments financiers dérivés de matières premières agricoles
  - Communication quotidienne des positions, au delà d'un seuil défini par l'AMF
  - Reporting hebdomadaire agrégé
  - Pour les établissements financiers, dans leur rapport annuel : moyens mis en œuvre pour éviter d'exercer un effet sur les cours physiques des matières premières agricoles
  - Interdiction pour les établissements bancaires de constituer des stocks physiques de matières premières agricoles dans le but d'influer sur les cours



# Centre d'Études et de Prospective

**Merci de votre attention !**

<http://agriculture.gouv.fr/centre-d-etudes-et-de-prospective>