

Soupons de spéculation excessive sur le cacao et régulation financière

Un investisseur financier a récemment pris une position très importante sur le marché financier du cacao à Londres. Il a acheté à terme une grande partie des stocks européens, ce qui a eu un impact notable sur le prix du cacao. Même s'il est encore trop tôt pour savoir ce qui s'est réellement passé, plusieurs opérateurs et analystes ont exprimé le besoin urgent d'améliorer en Europe la régulation financière des marchés dérivés de produits agricoles. Au moment même où le président Obama signait la réforme de Wall Street qui renforce encore l'encadrement de ces instruments financiers aux États-Unis, cette affaire a ainsi mis sur le devant de la scène les problèmes restant à régler en Europe. La révision, en cours, des directives financières communautaires offre une opportunité pour que l'Europe rattrape son retard sur les États-Unis aussi bien en termes de transparence que de lutte contre les abus de marché.

Soupçon de manipulation sur le marché du cacao

La presse s'est récemment faite écho de transactions anormales sur le marché du cacao. Ainsi, à l'échéance du contrat à terme de juillet sur le cacao coté à Londres, un investisseur financier (le fond Armajaro) s'est fait livrer pour environ un milliard de dollars de fèves de cacao. Cela représente une grande partie des stocks européens et plus de 7 % de la production mondiale. Le prix de ce contrat à échéance juillet s'est envolé à près de 2 700 £/t contre seulement 2 260 £/t pour le contrat à échéance septembre 2010 qui, lui, n'aurait pas fait l'objet de spéculation.

Certains acteurs considèrent que cet investisseur a réalisé un « corner », ce qui consiste à manipuler le marché grâce à des opérations croisées entre le marché physique et le marché à terme. Concrètement, un acteur peut essayer de faire artificiellement monter les prix en créant une situation de rareté, ou d'impression de rareté, par exemple, en achetant beaucoup de contrats à terme et en acquérant en parallèle des volumes importants de marchandise physique. À l'approche de la date de règlement-livraison des contrats à terme, l'acteur en question ne clôture pas sa position, imposant à ses contreparties de livrer les volumes physiques. Pour effectuer cette livraison, ces derniers doivent donc acquérir les produits, ce qui pousse les prix à la hausse.

La situation est tellement peu transparente qu'il convient d'être prudent sur ce qui s'est réellement passé. En effet, la place de marché londonienne (le Liffe) a estimé qu'il n'y avait pas eu d'activité illégale sur le marché du cacao et la Financial Services Authority (le régulateur financier britannique) n'a pas communiqué sur cette affaire. Néanmoins, la régulation actuelle est tellement lacunaire qu'elle ne permet pas d'empêcher un acteur de prendre une position dominante ou de sanctionner un abus de marché. Une activité légale en Europe peut donc tout à fait être problématique pour le bon fonctionnement des marchés.

Des industriels menacent de délocaliser leur activité de trading aux États-Unis si la régulation financière n'est pas améliorée en Europe

Historiquement, la régulation financière sur les matières premières aux États-Unis est nettement plus complète et stricte qu'en Europe. La signature par le Président Obama du *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, le 21 juillet 2010, renforce encore cette régulation¹.

Les États-Unis craignent que ces nouvelles contraintes poussent les opérateurs à délocaliser leur activité de trading. En fait, cela pourrait être l'inverse. Ainsi, le 2 juillet, 16 opérateurs commerciaux de la filière cacao estimaient que le Liffe était victime d'une « spéculation excessive » en raison d'une régulation financière trop légère. Dans une lettre adressée au Liffe², ils menaçaient de délocaliser leur activité financière aux États-Unis pour bénéficier d'un marché mieux régulé et plus transparent.

Pour répondre à ces menaces, le Liffe a accepté d'ouvrir des discussions sur la publication des positions totales prises par chaque catégorie d'acteur mais reste en revanche fermé à l'idée d'établir des limites de position, arguant notamment de l'absence de consensus sur l'efficacité de cette mesure.

L'Europe va-t-elle rattraper son retard sur les États-Unis ?

Cette situation illustre les limites d'une régulation financière des dérivés sur produits agricoles largement fondée en Europe sur des initiatives privées. Aux États-Unis, c'est le régulateur financier spécifique aux matières premières, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), qui a la main et met en œuvre des mesures législatives. Dès 2006, la CFTC a amélioré la transparence de ces marchés en modifiant la publication des positions prises par les différentes catégories d'acteurs. Elle utilise également des limites de positions et travaille aujourd'hui à la standardisation des transactions de gré à gré suite à la réforme de Wall Street.

La France est particulièrement active sur ce sujet et trois ministres (Christine Lagarde, Bruno Le Maire et Jean-Louis Borloo) ont écrit à la Commission pour proposer des mesures permettant d'améliorer une régulation actuelle qu'ils estiment « insuffisante ». Ces propositions ont été très bien accueillies par le commissaire européen au Marché intérieur, Michel Barnier. Dans le cadre de la révision des différentes directives financières, la Commission semble en effet ouverte à une meilleure régulation des instruments financiers dérivés sur matières premières. Le commissaire Barnier a ainsi présenté le 15 septembre des propositions législatives sur les dérivés échangés de gré à gré et la Commission a organisé le 21 septembre une audition publique sur les dérivés de matières premières. Si certains points comme l'amélioration de la transparence sont relativement consensuels, d'autres comme les limites de positions pourraient être plus difficiles à négocier, en particulier avec les autorités britanniques. La mise en évidence de problèmes sur la place de marché londonienne conjuguée aux pressions des États-Unis et de certains États membres pourraient, peut-être, permettre de lever certaines réticences. Les six prochains mois, au cours desquels la Commission présentera des propositions législatives relatives aux abus de marchés et aux instruments financiers, seront donc cruciaux.

Au cours de ces travaux, il ne faudra pas oublier qu'améliorer la qualité des informations transmises aux opérateurs sur le marché physique est une condition nécessaire pour mieux réguler les produits dérivés, le manque de transparence facilitant nettement les abus de marché. Il conviendrait également que les régulateurs financiers soient dotés d'une solide expertise sur le marché physique afin d'identifier d'éventuelles manipulations.

Pierre-Emmanuel Lecocq
Chargé de mission Économie et politique agricole
Centre d'études et de prospective
pierre-emmanuel.lecocq@agriculture.gouv.fr

1. <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-signing-dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer-protection-act>
2. <http://uk.reuters.com/article/idUKLDE6681NP20100709>