

# Problématiques juridiques des marchés à terme de matières premières agricoles

François COLLART DUTILLEUL et Brice HUGOU

Le programme Lascaux<sup>1</sup> est un programme de recherche juridique sélectionné par le Conseil européen de la recherche sur appel d'offres international et financé par la Commission européenne. Il porte sur la sécurité alimentaire en Europe et dans le monde, cette sécurité étant considérée dans ses deux aspects : quantitatif et qualitatif, dont la définition donnée par la FAO en 1996 rend bien compte. Selon cette définition, la sécurité alimentaire « *est assurée quand toutes les personnes, en tout temps, ont économiquement, socialement et physiquement accès à une alimentation suffisante, sûre et nutritive qui satisfait leurs besoins nutritionnels et leurs préférences alimentaires pour leur permettre de mener une vie active et saine* »<sup>2</sup>. La sécurité alimentaire ne doit donc pas être confondue avec la sécurité sanitaire des aliments, même si celle-ci est une composante de celle-là. Mais le cœur de la sécurité réside dans un approvisionnement suffisant pour chaque personne. Une crise alimentaire ou une famine peut frapper des paysans sans terre ou sans semences ou sans moyens de produire. Elle peut frapper tout autant des citadins ou des ruraux sans moyens de se procurer leur nourriture, soit parce qu'il y a une pénurie, soit parce qu'ils sont trop pauvres pour cela.

Dans ce cadre, nous sommes amenés à aborder de nombreuses questions relatives au commerce des matières premières agricoles destinées à l'alimentation humaine ou animale, et nous nous intéressons plus précisément à la façon dont s'établissent les prix de ces denrées. Nous nous interrogeons ainsi sur l'encadrement juridique

---

1. <http://www.droit-aliments-terre.eu>

2. V. not. : [ftp://ftp.fao.org/es/ESA/policybriefs/pb\\_02\\_fr.pdf](ftp://ftp.fao.org/es/ESA/policybriefs/pb_02_fr.pdf)

des marchés et des opérations commerciales et/ou de gestion du « risque prix » qui les concernent, les prix des marchés servant le plus souvent de prix de référence. Il s'agit d'une part de savoir comment ces marchés et opérations peuvent répondre aux besoins des agriculteurs, à ceux des entreprises agroalimentaires et, *in fine*, aux besoins vitaux des consommateurs. Et il s'agit d'autre part de savoir si cette satisfaction des besoins des uns peut se faire sans porter atteinte à la sécurité alimentaire des autres.

Pour pouvoir apporter les réponses du programme Lascaux à ces différentes questions, il est essentiel de comprendre le fonctionnement des marchés sur lesquels sont négociées des matières premières agricoles, ainsi que les liens qui existent entre les prix déterminés par ces marchés et ceux qui concernent l'économie physique, celle des marchandises elles-mêmes. Les marchés financiers de matières premières agricoles sont aussi appelés les marchés « dérivés » en ce que la valeur des contrats qui sont conclus par les opérateurs « dérive » d'un sous-jacent. Or, la liste des biens pouvant servir de sous-jacents à un contrat dérivé est théoriquement presque infinie, et les matières premières agricoles furent historiquement les premiers biens à servir de support à ces opérations, et figurent aujourd'hui parmi les plus couramment utilisés.

Néanmoins, il est à ce stade très important de considérer que le droit ne traite pas toujours différemment les sous-jacents en fonction de leur nature. Si dans de nombreux domaines, les biens sont catégorisés en fonction de leur nature et se voient appliquer en conséquence des régimes différents, tel n'est pas le cas lorsqu'ils deviennent les sous-jacents de produits dérivés. Une illustration très simple et pourtant très parlante peut être trouvée dans le Code monétaire et financier qui établit la liste des « contrats financiers »<sup>3</sup>. Cette liste n'accorde aucune importance à la nature du bien qui sera le sous-jacent du contrat, et des biens corporels et incorporels se retrouvent par exemple rangés dans la même catégorie des « sous-jacents ». Cela gomme absolument toute individualité et empêche d'accorder un régime particulier à certains biens, y compris lorsqu'ils composent l'alimentation des personnes : ce sont des « sous-jacents », de simples références et rien de plus. Pourtant, tous les « marchés » – entendus ici au sens d'un ensemble de transactions conclues sur un même type de bien (ou sous-jacent puisqu'il convient de respecter la terminologie employée) – ne fonctionnent pas de la même façon. Si certains marchés dérivés sont purement financiers, d'autres sont en revanche beaucoup plus liés à l'économie physique, comme les marchés de matières premières agricoles. En effet, ces derniers présentent la particularité de permettre aux opérateurs de prendre livraison des marchandises, ce qui contribue à relier les prix des marchés dérivés et ceux des marchés physiques, et à mélanger des opérateurs financiers et non financiers.

Dès lors, il faut être extrêmement attentif à la façon dont s'établissent les prix sur ces marchés, ce qui nous amène peu à peu à une nouvelle question,

---

3. Article L. 211-1 du Code monétaire et financier.

celle du rôle de la spéculation sur ces marchés. Fondamentalement, les stratégies de gestion du risque peuvent s'orienter dans deux directions : soit il s'agit pour l'opérateur de se protéger contre une perte liée au risque qu'il subit, on parlera alors de couverture, soit il s'agit au contraire pour l'opérateur de tenter de réaliser un profit à partir d'un risque qu'il ne subit pas, et on parlera alors de spéculation. Convenons néanmoins que la spéculation n'est pas apparue récemment, et que seules les techniques qui permettent de la mettre en œuvre se sont modifiées. Si les juristes n'ont jamais véritablement défini le concept, les économistes se sont en revanche intéressés à la question, et Nicholas Kaldor a ainsi pu écrire que la spéculation est caractérisée par « *l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, là où le mobile d'une telle action est l'anticipation d'un changement des prix en vigueur, et non un avantage résultant de leur emploi, ou une transformation ou un transfert d'un marché à un autre* »<sup>4</sup>. Cette référence à « l'achat » et à la « vente » est forcément évocatrice pour les juristes, mais elle ne suffit pourtant pas à embrasser l'intégralité des contrats qui permettent aujourd'hui de spéculer, comme en témoignent les techniques développées sur les marchés financiers.

L'activité spéculative implique donc dans les marchés des acteurs qui cherchent à exploiter un risque aux côtés de ceux qui souhaitent s'en protéger. Mais la question est de savoir si cette invitation leur permet d'exercer une influence sur l'établissement des prix des marchés financiers et des marchés physiques, et si elle est à la fois indispensable et légitime.

Dans cette recherche de réponses, nous savons d'emblée que l'approche juridique ne suffit pas pour comprendre les contrats et les marchés, même si elle est indispensable. En effet, si le droit permet par exemple d'expliquer quels sont les mécanismes juridiques qui permettent aux opérateurs de spéculer, il ne peut en revanche pas expliquer s'il existe un lien entre la spéculation et la volatilité des prix.

L'analyse de la spéculation doit donc être menée avec une approche pluridisciplinaire afin de pouvoir croiser les éléments complémentaires de réponse, et ce d'autant plus que s'il est certain qu'elle a une utilité, il existe une certaine incertitude quant aux effets négatifs qu'elle provoque. La présence de spéculateurs sur les marchés permet en effet d'apporter de la liquidité ; c'est-à-dire qu'il est plus facile pour un opérateur souhaitant se couvrir contre un risque de prix de trouver une contrepartie disposée à assumer ce risque lorsqu'il y a des spéculateurs en nombre suffisant. Par conséquent, plus il y a de spéculateurs, plus le marché est actif et plus il est « liquide ».

La spéculation alimente un débat vif entre ceux pour qui elle a des effets négatifs sur la situation alimentaire des pays du sud et sur la volatilité des prix, ceux pour qui elle a globalement des effets positifs, et enfin ceux pour qui elle

---

4. N. KALDOR, « Spéculation et stabilité économique », in *Revue française d'économie* 1939, volume 2, n° 3, 1987, p. 115.

est neutre. C'est donc finalement plutôt un débat en noir et blanc empreint à la fois d'idéologie, de politique et de morale : soit la spéculation a des effets négatifs sur les marchés physiques, soit elle n'en a pas.

Pour autant, peu de personnes contestent la nécessité d'encadrer la spéculation. De nombreux textes juridiques visant à contrôler les pratiques spéculatives ont d'ailleurs été adoptés au fil de l'histoire, et pas toujours à l'initiative de la puissance publique. Les opérateurs eux-mêmes ont voulu que les pratiques spéculatives répondent à une certaine déontologie et à des règles minimales. C'est pourquoi les règles de marché tendent à interdire certaines pratiques illicites et à assurer un libre établissement des prix. En somme, il y a un consensus sur la nécessité d'adopter des règles juridiques imposant des limites aux pratiques spéculatives. Certains le font pour assurer que les prix s'établissent librement et considèrent cela comme une fin en soi, et d'autres au nom d'intérêts extérieurs au marché.

C'est en sachant cela que nous entendons éclairer la discussion par les méthodes des sciences sociales et seulement par elles.

Mais de quoi est faite cette discussion ?

## Section I

### L'ÉTAT DES QUESTIONS

Elle part de l'idée selon laquelle les marchés financiers constituent un moyen privilégié de gestion des risques relatifs aux prix des matières premières agricoles. Ces marchés, en effet, permettent aux producteurs de se couvrir contre les variations de prix qui sont depuis toujours liées à l'activité agricole. Entre le moment où le champ est ensemencé et celui où la récolte a lieu, les prix peuvent varier en raison d'un grand nombre de facteurs qui peuvent affecter tant l'offre que la demande. Pour faire face à cette incertitude, des mécanismes juridiques de gestion du risque de prix ont été élaborés, prenant leur source dans des techniques contractuelles, et ont été peu à peu intégrés aux marchés. Rappelons-nous par exemple que le plus lointain ancêtre du contrat à terme est mentionné dans les tablettes d'Hammourabi et que Thalès est connu pour avoir fait usage de contrats optionnels.

Ces techniques juridiques se révélèrent des instruments très efficaces pour gérer les variations de prix, efficacité qui leur a valu de se développer au cours des siècles suivants. Cependant, force est de constater qu'à part le cœur du mécanisme juridique qui permet à un opérateur de gérer le risque de prix qu'il subit, le contexte qui l'entoure aujourd'hui ne présente plus guère de similitude avec celui d'origine. Il ne s'agit plus de simples conventions conclues ponctuellement entre deux personnes désireuses de se protéger contre le risque d'une

variation défavorable des prix dans le temps. Les transactions sont aujourd'hui fortement concentrées au sein de marchés qui doivent être aussi efficaces que possibles. Mais si l'efficacité intrinsèque de ces marchés financiers n'est pas contestée au regard de leur utilité d'outils de gestion des risques, il convient par ailleurs de s'assurer qu'ils ne sont pas en eux-mêmes à l'origine d'autres risques.

Ces marchés portent en effet une lourde responsabilité : celle de participer à la détermination des prix mondiaux des denrées qui sont négociées en leur sein. Or, lorsqu'il s'agit de matières premières vitales parce que nécessaires à l'alimentation de toutes les populations du monde, ces marchandises présentent un caractère d'intérêt général. Dès lors, cela peut justifier d'en faire une classe particulière d'actifs soumise à des règles particulières.

À partir de cette idée, il convient donc d'analyser les instruments juridiques et économiques utilisés pour réaliser ces opérations de gestion des risques afin de vérifier leur adaptation à cet horizon commun qu'est la sécurité alimentaire dans le monde. Cela conduit à se demander si, au-delà de la question de leur efficacité en tant qu'outil de gestion des risques, qui ne fait aucun doute, les contrats financiers portant sur des matières premières agricoles peuvent ou non porter atteinte à la sécurité alimentaire. En réalité, la réponse à cette question suppose une analyse approfondie au plan de la technique juridique et financière.

À cet égard, les opérations qui visent à gérer les risques de prix sont tout à fait singulières : elles peuvent avoir lieu sur les marchés physiques, sur les marchés financiers, ou bien sur les deux en même temps. En outre, ces mêmes marchés peuvent être soit réglementés soit organisés. Les marchés réglementés imposent aux opérateurs toutes les modalités relatives au contenu des contrats auxquels ils ne font finalement que souscrire, leur marge de manœuvre se limitant au prix qu'ils sont disposés à payer, et au nombre de positions qu'ils souhaitent ouvrir. Les marchés simplement organisés ou de gré à gré participent d'une logique *a priori* quelque peu différente, puisque les parties demeurent libres d'établir le contenu des contrats. Ainsi, même si des conventions aux modalités prédéfinies peuvent être mises à leur disposition, celles-ci ne sont que supplétives de la volonté des parties qui restent libres de les modifier. Retenons simplement que fondamentalement, les marchés réglementés favorisent la liquidité des transactions et leur sécurité, tandis que les marchés organisés et de gré à gré permettent de privilégier leur adaptation aux besoins des cocontractants.

Les contrats qui vont être conclus sur chaque type de marché ne présenteront donc pas les mêmes caractéristiques, et les stratégies de gestion du risque de prix vont varier en conséquence : celles-ci seront plus précises sur les marchés non réglementés, et plus aisées à mettre en œuvre sur les marchés réglementés. Toutefois, il convient de remarquer que les exigences qui sont posées par la législation pour qu'un marché puisse être reconnu comme « réglementé » permettent d'encadrer la spéculation de manière plus efficace puisque les contrôles des opérateurs sont plus poussés comparés aux marchés non réglementés qui sont

très opaques. Cela explique que certains évoquent l'idée de concentrer les transactions ayant pour sous-jacents des matières premières agricoles sur la catégorie des marchés réglementés.

En tout état de cause, la recherche d'une plus grande efficacité de ces contrats en tant qu'outils de gestion du risque les a éloignés des contrats traditionnels du droit civil dont ils s'inspirent.

En effet, sur les marchés réglementés, la logique bilatérale du contrat est écartée au profit d'une conception multilatérale des rapports (au moins d'un point de vue économique). Les parties sont qualifiées de donneurs d'ordres et ne sont pas directement engagées les unes envers les autres puisqu'elles doivent avoir recours à des intermédiaires pour transmettre leurs ordres au marché. Pourtant, ces intermédiaires ne sont pas non plus engagés l'un envers l'autre puisqu'un organisme compensateur va s'interposer entre eux et devenir la contrepartie de chacun d'entre eux (même si la question de l'interposition de l'organisme compensateur fait encore débat). Les opérateurs bénéficient également d'un effet de levier qui leur permet de conclure un grand nombre de contrats en mobilisant peu de capitaux, ce qui offre la possibilité de réaliser des profits bien supérieurs, mais expose également à des pertes très importantes.

Même le vocabulaire des contrats est modifié : Ils ont par exemple un « terme » financier qui n'a pas la nature d'un « terme » du contrat au sens du droit civil. Ce terme, en effet, affecte non pas les obligations d'une des parties, mais l'opération dans son ensemble : il est dans sa nature d'être différée dans le temps. Et ils prévoient un transfert de propriété et une livraison physique qui n'ont généralement pas vocation à se produire et qui ne sont pas le véritable objectif des spéculateurs. En effet, même si pour les contrats financiers qui portent sur des marchandises le transfert de propriété peut avoir lieu, ce qui n'est pas le cas pour tous les sous-jacents, les mécanismes des marchés permettent aux opérateurs de se désengager. En concluant un second contrat inversement identique au premier, un opérateur peut procéder à la compensation des engagements opposés qu'il a envers le marché, ne laissant subsister qu'un solde à régler ou à percevoir.

Il en résulte une diversité de situations qui empêche d'avoir une perception claire des effets des marchés financiarisés sur le processus de formation des prix des marchandises sous-jacentes. La spéculation a-t-elle des effets sur la volatilité constatée des prix des matières premières agricoles ? Fausse-t-elle le processus de formation de ces prix ? L'ajustement de l'offre et de la demande sur les marchés physiques est-il influencé ou impacté par celui qui s'effectue sur les marchés financiarisés ? Y a-t-il une influence des prix des marchés à terme sur ceux des marchés au comptant ? Si la spéculation a des effets négatifs, sont-ils les mêmes sur les marchés organisés et sur les marchés de gré à gré ? En réalité, on atteint ici le cœur d'une discussion qui divise les économistes, les juristes, les économistes et les juristes entre eux et même les professionnels.

C'est pourtant à partir des réponses à ces questions qu'on peut envisager les moyens d'encadrer juridiquement les marchés de matières premières agricoles,

tant dans leur fonctionnement interne afin d'empêcher les pratiques qui pourraient en fausser le jeu, que dans leurs effets externes sur les prix des marchés physiques.

Au regard de leur fonctionnement interne, en effet, on peut au moins convenir de la nécessité d'une « régulation » de base afin de gommer ou de limiter les effets négatifs que les marchés financiers ont sur eux-mêmes. À cet égard, la réglementation des marchés est-elle suffisante pour encadrer les négociations qui portent sur des produits à terme ? Devrait-elle être harmonisée entre les différentes places boursières ? Comment est-il possible de limiter les risques de contrepartie, les manipulations de cours, l'insuffisance de liquidité, etc. ? On sait que de nombreuses pratiques sont d'ores et déjà condamnées par les règles de marché, mais peut-être faut-il aller plus loin.

Au regard de leurs effets externes, il est clair qu'un autre type d'encadrement juridique et de gouvernance devient nécessaire si on estime que ces marchés, même s'ils ont un fonctionnement interne satisfaisant, produisent des effets négatifs sur la formation des prix sur les marchés physiques et portent ainsi atteinte à la situation économique des producteurs comme à la sécurité alimentaire des populations. En réalité, les questions les plus lourdes de conséquences concernent l'influence négative possible des marchés financiers, qu'ils soient organisés ou de gré à gré, sur la détermination du prix des matières premières agricoles. Pourrait-on aller jusqu'à instaurer un mode de gouvernance de ces marchés apte à réagir immédiatement en cas de menace sur la sécurité alimentaire quelque part dans le monde ?

Il ne s'agit pas de dire que la spéculation n'a que des effets négatifs. Il ne s'agit pas non plus de dire qu'elle est par elle-même bénéfique lorsque l'un des contractants est un opérateur sur le marché physique tandis qu'elle serait inéluctablement maléfique lorsqu'elle a lieu entre deux investisseurs financiers. Il s'agit simplement de travailler à dissiper les fantasmes, les idéologies et les possibles conflits d'intérêts parmi tous ceux qui prennent position dans le débat, et de voir quels éléments de réponse il est possible d'avancer.

Pour le programme Lascaux, plusieurs éléments ont une importance qui mérite d'être relevée.

## Section II

### **L'IMPACT DU FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ À TERME SUR L'ÉVOLUTION DES PRIX SUR LE MARCHÉ PHYSIQUE**

En premier lieu, il y a unanimité à considérer que les marchés financiers, lorsqu'ils sont liquides et utilisés à bon escient, constituent des outils de protection très efficace contre les variations de prix. La couverture qu'ils peuvent procurer est en effet la première des justifications données lorsqu'on interroge les marchés

financiers tant sur leur utilité positive que sur leur absence d'effets négatifs sur les prix. En ce sens, il est indéniable que les marchés ont au moins un effet positif sur la sécurité alimentaire, ce qui constitue une justification essentielle à leur existence. Dans le même temps, il y a également un large consensus sur le fait que les prix des marchés financiers participent à la détermination de ceux pratiqués sur les marchés physiques. Ainsi, les facteurs exogènes de la volatilité des prix agricoles (sécheresse, catastrophes naturelles, surproduction, décisions politiques...) peuvent pousser les opérateurs à prendre position sur les marchés financiers, lesquels vont orienter à leur tour les prix des marchés physiques. Les investisseurs se réjouissent d'ailleurs de cette convergence qui, selon eux (nous y reviendrons), vaut mieux que toutes les régulations. La tonne de maïs se négocie donc au moins en partie en fonction du cours mondial sur les marchés à terme organisés qui sont eux-mêmes en partie fonction des circonstances locales de production et de commercialisation.

Le rapprochement de l'effet de couverture, d'une part, et de l'influence des prix des marchés financiers sur ceux des marchés physiques, d'autre part, débouche sur une sorte de paradoxe : les marchés financiers protègent les opérateurs contre les variations de prix qu'ils contribuent pourtant à déterminer. Il s'agit alors de savoir s'ils déterminent les prix seulement en fonction de critères exogènes ou bien s'ils le font notamment à partir de facteurs qui tiennent au fonctionnement même de ces marchés. Là encore, une réponse affirmative ne signifierait pas nécessairement que les marchés financiers sont responsables de la volatilité des prix agricoles. Ce n'est pas parce qu'il y a des variations de prix, naturelles sur n'importe quel type de marché *a fortiori* de matières premières agricoles, que celui-ci en est forcément la cause. Si le marché n'est que le révélateur des causes exogènes, et totalement extérieur aux variations, alors intervenir juridiquement n'aurait aucun effet. En revanche, si celui-ci a un effet sur la courbe des prix, alors il est nécessaire d'intervenir juridiquement au regard des enjeux liés aux prix des biens nécessaires pour assurer la sécurité alimentaire. La volatilité peut donc avoir des causes propres et la question de savoir si les marchés financiers sont l'une de ces causes est particulièrement importante.

En deuxième lieu, il y a unanimité à admettre que les prix sur les marchés financiers organisés (donc sur les marchés spéculatifs) sont pour une part déterminés par le fonctionnement des marchés eux-mêmes. Des divergences apparaissent sur le point de savoir si cette influence est importante ou résiduelle, mais chacun reconnaît le principe de l'existence d'une telle influence, fut-elle minime. Cela vient de ce que les marchés financiers, s'ils sont rationnels, ne relèvent pas d'une seule rationalité. Si on fait une comparaison avec la façon dont s'établit la cote d'un cheval au PMU, il faut considérer que celle-ci est le produit des estimations de ceux qui s'appuient sur ce qu'ils savent des caractères des chevaux en course, de la nature du terrain, du temps..., et de ceux qui jouent la date de naissance de leur conjoint ou de leurs enfants. À chacun sa « rationalité » : certains vont fonder en priorité leurs prises de positions sur les fondamentaux, d'autres sur la



réaction des autres opérateurs, même si la plupart prennent ces deux éléments en considération, et d'autres encore sur des analyses aléatoires<sup>5</sup>. Dans les marchés financiers organisés, il est clair que les grands investisseurs ne déterminent pas leurs positions en fonction des mêmes « rationalités ».

Certains investissent en fonction des fondamentaux du marché. D'autres le font en fonction de leur besoin de répartir les risques au sein du fonds qu'ils gèrent. D'autres encore se positionnent, dans un sens ou dans un autre, en fonction des positions prises par les autres. Il faut ajouter également le développement des investisseurs qui profitent des hausses et baisses pour réaliser des profits à très court terme, jusqu'à prendre plusieurs positions par seconde dans la mesure où l'informatisation des marchés le permet, jusqu'au milliardième de seconde avec ce qu'on nomme le « *trading* à haute fréquence »<sup>6</sup>. Dans ce cas, la seule rationalité est celle des probabilités, sans aucune considération pour leurs effets sur les marchés physiques.

Face à ces différentes formes de « rationalités », les fonds indiciels, les *hedge funds* et les différentes formes de fonds d'investissement peuvent avoir des politiques originales, suivistes ou opportunistes, ou bien investir en fonction des fondamentaux et donc des circonstances climatiques, politiques, économiques etc. Quoiqu'il en soit, il est clair que lorsqu'un fonds indiciel ou plus largement un investisseur institutionnel change ses positions sur la base de critères autres que relatifs à l'évolution du marché physique, cela a un impact sur les prix du marché à terme et, par voie de conséquence et par un effet retour, sur ceux des marchés physiques. S'il y a discussion sur la portée réelle de cet impact sur la formation des prix sur les marchés financiers, il est certain qu'il y a en tout état de cause un impact qui vient du système lui-même. Il vient de la qualité des investisseurs, de la part qu'ils prennent dans les marchés ou encore du fonctionnement même de ces marchés. Il va de soi que plus les investissements sont massifs, plus leur impact sur la formation des prix peut être important.

En troisième lieu, la masse des investissements est déterminante pour le fonctionnement du marché lui-même. S'il y a trop d'argent investi dans les marchés spéculatifs de matières premières agricoles, cela entraîne plusieurs risques. Il y a un risque de déconnexion entre les marchés à terme et les marchés physiques, notamment lorsque les contrats à terme représentent 40 ou 50 fois la quantité de marchandises produites par l'agriculture. Il y a aussi un risque de formation d'une « bulle spéculative » qui peut avoir des effets délétères. Si tous les contrats à terme devaient donner lieu à une livraison de marchandises, ils ne pourraient pas être honorés. Le marché serait alors défaillant, ce qui montre bien que juridiquement au moins, la suppression du risque de contrepartie n'est que théorique. Certes, il s'agit d'une hypothèse d'école et les spéculateurs n'ont le

5. A.-E. BIONDO, A. PLUCHINO, A. RAPISARDA, *The Beneficial Role of Random Strategies in Social and Financial System*, arXiv:1209.5881.

6. F. LELIÈVRE et F. PILET, *Krach Machine*, éd. Calmann-Lévy, 2013.

plus souvent pas l'intention de recevoir une quelconque livraison de marchandises, leur seul objectif étant de profiter d'un différentiel de prix. Mais cela montre que les mécanismes en œuvre sont purement artificiels et que leur lien avec la réalité est fictif. L'hypertrophie des marchés spéculatifs, déconnectés des marchés physiques par le volume des transactions passées sous leur égide, ajoutée à la variété des rationalités des investisseurs, rend douteuse leur aptitude à rendre compte de la réalité des échanges sur les marchés physiques. On peut en effet s'interroger sur la réalité de l'offre et de la demande qui se rencontrent sur les marchés financiers dès lors que des échanges démultipliés, autocentrés et finalement purement monétaires déterminent la fixation du prix de biens physiques.

D'un autre côté, s'il n'y a pas assez d'argent investi dans les marchés spéculatifs, cela entraîne un risque de liquidité insuffisante de ces marchés. Or cette insuffisance engendre elle-même un risque de contrepartie et un risque de couverture. Le risque de contrepartie/livraison naît de l'absence de simultanéité des ordres de vente et d'achat. Lors du dénouement d'un ensemble d'opérations d'achat à terme, il faut être sûr de trouver l'équivalent en ordres de vente pour ne pas provoquer des défauts au moment de livrer et de payer. Quant au risque de couverture, il affecte directement les producteurs ou les industriels qui ont besoin de la marchandise et qui se sont garantis, sur le marché à terme, contre les variations des prix.

En réalité, si un marché est hypotrophié, il sera fermé, faute de pouvoir fonctionner. C'est surtout en présence de marchés hypertrophiés, qui se développent de manière totalement déconnectée des marchés physiques, que les risques sont les plus grands. Peut-être conviendrait-il, au moins par précaution, de réguler la quantité de contrats sur un marché à terme en fonction des volumes échangés sur le marché physique correspondant. Cela éviterait la formation de bulles spéculatives qui, même si elles « n'éclatent » pas, risquent de déformer les prix sur les marchés physiques.

En quatrième lieu, même si un marché à terme fonctionne bien, sans hyper ni hypotrophie, reste la question plus générale – déjà relevée – de son impact sur les variations de prix sur le marché physique. Même si l'on constate que dans la durée, le prix moyen des denrées alimentaires varie assez peu, cela ne doit pas empêcher de surveiller ses variations à court terme. Pour déterminer le prix d'un contrat au comptant, les opérateurs se fient notamment au prix qu'ils constatent sur les marchés. Or il ne s'agit pas du prix moyen constaté sur une période, mais du prix qui est indiqué par le marché au moment où le contrat se forme. En effet, peu importe que sur l'année, le prix moyen soit fixé à un certain niveau. Si un opérateur a besoin d'acheter du blé, il achètera du blé au prix de référence au moment où le contrat se forme. S'il est plus bas que la moyenne de l'année il fera une bonne affaire, et s'il est plus haut il paiera plus cher. Mais chaque opération étant un engagement autonome qui n'oblige que les parties entre elles, se référer à un prix moyen représentatif d'une période donnée n'a que peu de sens. En effet seul compte le prix de référence que les

cocontractants ont à leur disposition au moment où ils décident de s'engager, puisqu'ils ne sont pas en mesure de connaître le prix moyen qui n'est révélé qu'à l'occasion d'une analyse ultérieure.

### Section III

#### **LES RISQUES ET LEUR NEUTRALISATION**

Avant d'envisager les moyens juridiques qui permettraient de neutraliser ces divers risques, il convient de récapituler les éléments de réponse qui paraissent assez généralement admis.

Les prix des marchés financiers participent à la détermination de ceux pratiqués sur les marchés physiques. Autrement dit, les prix sur les marchés physiques ne dépendent pas exclusivement des conditions climatiques, des facteurs de production ou de l'état de la concurrence.

Sur les marchés financiers, les prix sont déterminés non seulement en fonction de critères exogènes (circonstances climatiques ou entourant la production...) mais aussi pour partie à partir de facteurs endogènes qui tiennent à la diversité des « rationalités » des investisseurs et au fonctionnement même de ces marchés. Autrement dit, les prix sur les marchés financiers organisés (donc sur les marchés spéculatifs) sont pour une part déterminés par leur propre fonctionnement. Si d'aucuns estiment que cette influence est faible, elle n'en existe pas moins.

Il en résulte que, dans le principe même, le fonctionnement interne des marchés financiers (et donc le fait même de la spéculation) a une incidence sur la détermination des prix sur les marchés physiques.

La confrontation des ordres au sein des marchés financiers produit des hausses et des baisses successives des prix. Ces hausses et ces baisses, d'autant plus nombreuses que le marché est actif, ont un impact direct sur les marchés physiques et ce indépendamment de l'évolution moyenne des prix sur les marchés financiers par rapport à celle des prix sur les marchés physiques. Autrement dit, la question de l'impact éventuellement négatif des marchés financiers sur les marchés physiques doit être examinée à deux niveaux :

- à long terme, on peut se demander si les marchés financiers ont ou non une influence significative sur l'évolution à la hausse ou à la baisse des prix sur les marchés physiques. Si les marchés financiers ont tendance à faire monter les prix sur les marchés physiques, ce sont les consommateurs les plus pauvres qui en subissent les conséquences, comme cela a été le cas lors des émeutes de la faim en 2008-2009. Si à l'inverse les marchés financiers ont tendance à faire baisser les prix sur les marchés physiques, ce sont les petits producteurs qui en subissent les conséquences en réduisant ou en annihilant leur marge bénéficiaire.

Mais jusqu'à présent, l'effet à long terme des variations de prix des marchés financiers sur les marchés physiques est contesté ;

– à court terme, on doit également se demander si les marchés financiers ont ou non une influence significative sur la situation des opérateurs sur les marchés physiques. Une réponse positive paraît s'imposer. Les marchés financiers donnent lieu à des hausses et des baisses successives, issues du dénouement des nombreuses opérations qui sont seulement spéculatives et qui ne donnent pas lieu à une livraison effective. Mais comme les prix sur les marchés physiques se forment par référence à ceux des marchés financiers, un opérateur qui vend ou achète sur un marché physique va le faire à un instant qui peut être celui d'une hausse ou d'une baisse selon les fluctuations des cours en continu. Il en résulte un aléa dans la détermination du prix dans un contrat donné entre deux opérateurs. À un instant, le prix est de  $x$ . Si le contrat était conclu à  $t-1$  ou à  $t+1$ , le prix serait différent sans que cela ne tienne à l'évolution d'un marché physique fondé sur la loi de l'offre et de la demande.

Par ailleurs, les cours des matières premières qui servent de sous-jacents varient en fonction du nombre de contrats qui sont conclus. Or, lorsque ces contrats sont formés, on ne peut pas savoir s'ils donneront lieu à un transfert de propriété ou non puisque cela ne se révèle que lors de l'exécution du contrat. En fonction de l'existence ou non du transfert de propriété, la qualification du contrat est pourtant susceptible de varier : s'il n'a pas lieu il s'agit d'un pari, et s'il a lieu il s'agit d'une vente. Sans préjuger de l'effet que cela peut avoir, il convient donc tout de même d'admettre que les cours des marchandises réelles sont en partie impactés par la conclusion de paris pris afin de gérer un risque de variation des prix. Cela laisse ouverte la question de savoir si « l'offre » et la « demande » sont les mêmes selon que le contrat est un pari ou une vente, l'objet étant différent dans les deux contrats.

Au regard de la loi de l'offre et de la demande, il faut d'ailleurs observer une différence importante entre les marchés financiers et les marchés physiques. Dans la théorie économique, la loi de l'offre et de la demande anime de manière convergente les deux types de marchés dans la mesure où le marché financier est le réceptacle des informations utiles qui viennent du monde physique. Le marché financier représente donc la situation physique réelle et, en fixant un prix à terme, il ne fait qu'anticiper la réalité de ce que seront les prix sur le marché physique.

Mais en réalité, il n'en est rien. La loi de l'offre et de la demande sur les marchés à terme ne coïncide pas avec celle qui anime les marchés physiques. Les contrats conclus sur les deux marchés n'ont pas du tout le même rapport avec leur objet. Pour le marché physique, l'objet du contrat est la marchandise elle-même, et le but des transactions conclues est de pouvoir utiliser la marchandise. Sur les marchés financiers, la logique est complètement différente puisque ce n'est pas tant la marchandise qui est intéressante que le risque de prix qui y est associé. C'est pourquoi même si le « contrat » prend juridiquement la

forme d'une vente de marchandise lorsqu'on examine les obligations des parties, il ne s'exécute que très rarement par une livraison.

Il en résulte que la loi de l'offre et de la demande ne peut pas faire converger parfaitement les deux types de marchés dans la mesure où le marché de « contrats » se situe dans son propre environnement, où il n'a pas la même nature de « vente » que sur le marché physique et où il correspond à 40 ou 50 fois le volume échangé sur le marché physique du sous-jacent correspondant.

Dès lors, comment appréhender les différents risques que nous avons évoqués ?

Même si leur efficacité est sujette à controverse, certains procédés ont déjà été développés, comme les limites de positions qui ont été introduites par le *Commodity Exchange Act* de 1936 aux États-Unis. Celles-ci visent à empêcher un même opérateur de détenir plus d'un certain nombre de contrats à terme identiques, afin d'éviter qu'il puisse exercer une pression sur les prix. D'autre part, favoriser la transparence sur les marchés financiers peut s'avérer très utile puisque savoir qui effectue quelle opération peut aider à comprendre au plus tôt quels acteurs sont de purs spéculateurs et quels sont ceux qui n'en sont pas. Sans que cela n'induisse d'office une quelconque intervention, il est très important de pouvoir savoir qui sont les acteurs qui participent à la formation des prix, et dans quelles proportions. Cette transparence peut naturellement être favorisée par l'obligation déjà évoquée de concentrer les contrats financiers ayant pour sous-jacents des matières premières agricoles au sein des marchés réglementés.

C'est pourquoi il faut en outre travailler à développer de nouveaux mécanismes juridiques permettant d'encadrer les stratégies de gestion du risque de prix afin de les mettre en adéquation avec des impératifs extérieurs aux marchés, comme la sécurité alimentaire.

En tout état de cause, la première étape dans la recherche d'un système de gestion des risques adapté aux matières premières agricoles consiste à reconnaître leur spécificité. Il s'agit d'admettre que, dans la mesure où il s'agit de biens vitaux pour toutes les populations du monde, un régime juridique spécifique fondé sur la précaution s'avère nécessaire. Ce régime ne doit pas seulement tenir à la prohibition d'illégalités et de manipulations de cours, puisque cela suppose que seules les techniques spéculatives qui portent atteinte au libre établissement du prix par la rencontre de l'offre et de la demande sont néfastes. Or, il faut aussi envisager qu'un prix, qui se forme en fonction d'une offre et d'une demande « virtuelle », ne soit pas forcément positif. Il faudrait donc également et tout à la fois pouvoir limiter le volume des contrats financiers à la mesure du volume des échanges sur le marché physique, limiter le rythme des opérations en empêchant le trading à haute fréquence et limiter les positions prises par les investisseurs.