



# La Spéculation sur les Denrées Alimentaires et les Crises des Prix Alimentaires

Une réglementation pour réduire les risques d'instabilité des cours

## RÉSUMÉ

Dans la présente note d'information, le Rapporteur spécial des Nations Unies sur le droit à l'alimentation examine l'impact de la spéculation sur l'instabilité des cours des principales denrées alimentaires et il dégage des solutions possibles. La crise mondiale des prix des denrées alimentaires qui a éclaté entre 2007 et 2008 et qui continue à affecter beaucoup de pays en développement a eu des causes multiples. Les causes initiales étaient liées aux grandes tendances du marché, en particulier l'offre et la demande de denrées alimentaires, les coûts de leur transport et de leur entreposage, ainsi qu'une forte augmentation des prix des intrants agricoles. Cependant, pour une part importante, l'augmentation et l'instabilité des cours des principales denrées alimentaires ne peuvent s'expliquer que par l'apparition d'une bulle spéculative.

En particulier, il y a lieu de croire que le phénomène s'explique pour une part appréciable par l'entrée sur les marchés d'instruments financiers dérivés des cours des denrées alimentaires, d'investisseurs institutionnels importants et puissants tels que les fonds spéculatifs, les fonds de pension et les banques d'investissement – des acteurs financiers qui d'ordinaire ne s'intéressent pas aux marchés agricoles. Cette entrée a été rendue possible, à partir de 2000, par la libéralisation des marchés

des principaux instruments financiers dérivés des produits de base. Ces facteurs n'ont pas encore été complètement éliminés et, pour cette raison, ils demeurent capables d'alimenter une flambée des cours au-delà des niveaux qui seraient justifiés par les grandes tendances de l'offre et de la demande. Par conséquent, une réforme fondamentale de l'ensemble du secteur financier mondial doit être opérée d'urgence si l'on veut éviter une nouvelle crise des prix alimentaires. Les instruments financiers dérivés négociés de gré à gré, jusqu'à présent non réglementés, doivent être assujettis à des règles prescrivant leur enregistrement et leur compensation sur les places financières, et les dérogations à ces règles doivent être strictement limitées. En ce qui concerne en particulier les transactions portant sur les instruments financiers dérivés des produits de base, les États doivent s'assurer que les transactions portant sur les instruments financiers dérivés produits agricoles soient autant que possible limitées à des investisseurs qualifiés, compétents, qui ne s'intéresseront à ces instruments que sur la base d'attentes concernant les vraies tendances du marché plutôt que principalement ou seulement pour des raisons spéculatives. Ces mesures devraient permettre aux États de s'acquitter de leurs obligations relatives au droit à l'alimentation.

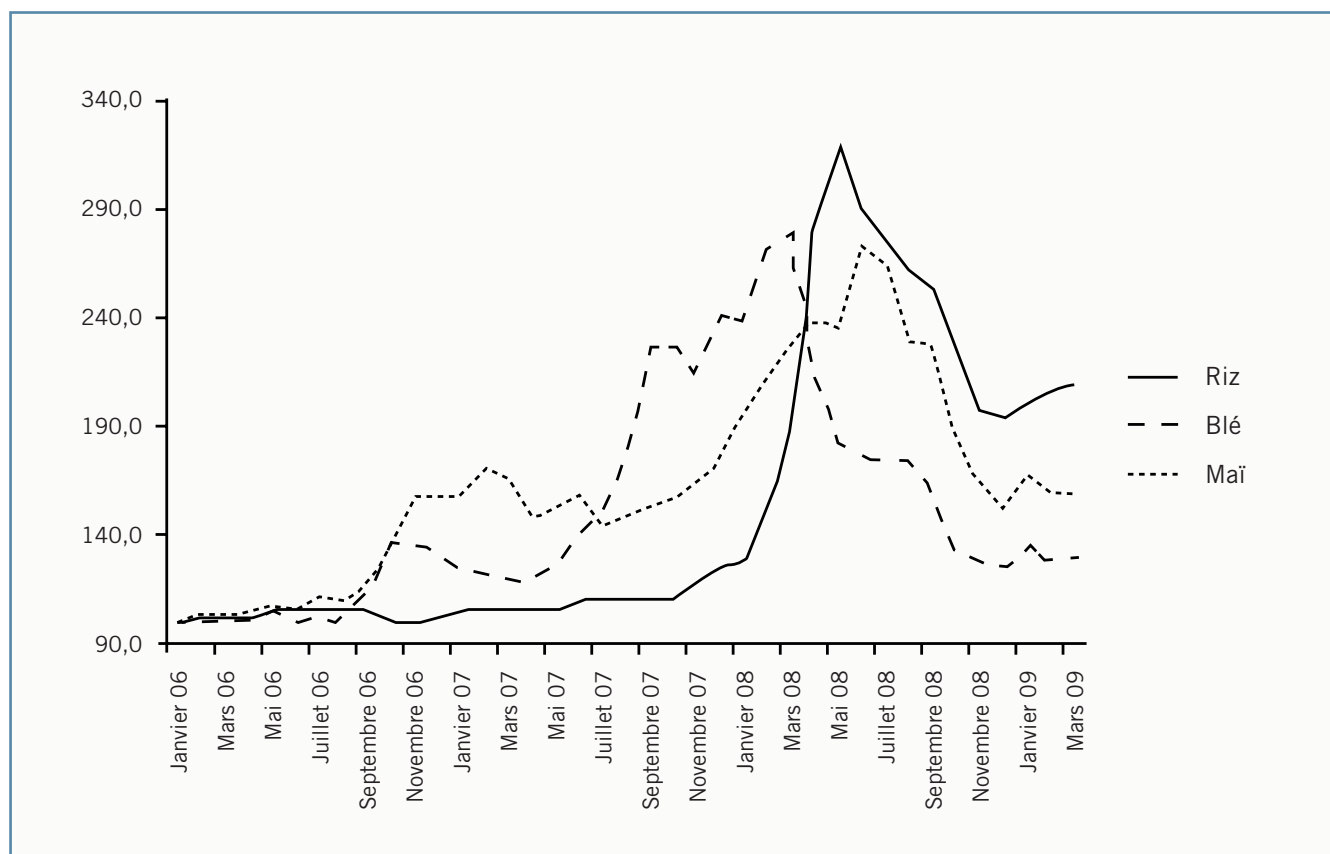
## LA CRISE DES COURS DES DENRÉES ALIMENTAIRES DE 2008

Selon une estimation de la Banque mondiale<sup>1</sup>, à la suite des augmentations des cours des produits primaires alimentaires et du pétrole en 2007 et 2008, le nombre de personnes se trouvant dans l'extrême pauvreté est passé de 130 à 150 millions. Au moins 40 millions de personnes, dans le monde, ont connu la sous-alimentation et les privations du fait de la crise des prix alimentaires de 2008, et cela a eu pour effet de porter le nombre de personnes souffrant de la faim à 963 millions en 2008<sup>2</sup>. Comme c'est presque toujours le cas, l'envolée des prix alimentaires a frappé de plein fouet les habitants des pays pauvres à déficit vivrier et les plus pauvres des pays en développement<sup>3</sup>. Dans ces pays, la situation des citadins et des ruraux pauvres, qui dans le meilleur des cas doivent consacrer jusqu'aux quatre cinquièmes de leur revenu à l'alimentation, est particulièrement préoccupante<sup>4</sup>. La crise des prix alimentaires compromet leur capacité déjà faible de satisfaire leurs besoins alimentaires essentiels<sup>5</sup>. Il faut empêcher que cela se reproduise. La présente note

cherche à expliquer le rôle que la spéculation sur les marchés des produits de base peut jouer dans l'envolée des prix et ce qui peut être fait pour y remédier de façon à mieux protéger l'exercice du droit à une alimentation adéquate.

À partir de 2005 environ, les marchés de nombreux produits agricoles ont commencé à être frappés par une envolée des cours et par une très forte instabilité (voir **figure 1**). Selon un document publié par la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), les prix alimentaires ont augmenté de 83 % entre 2005 et 2008<sup>6</sup>, les cours du maïs ayant pratiquement triplé, ceux du blé augmentant de 127 % et les cours du riz de 170 % entre janvier 2005 et juin 2008<sup>7</sup>. De plus, le numéro de juin 2010 de *Perspectives de l'alimentation*, périodique publié par l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) indique que la volatilité implicite<sup>8</sup> des cours du blé et du soja a régulièrement augmenté entre 2005 et 2008, et que la hausse de la volatilité implicite des cours du maïs s'est poursuivie, bien que plus lentement, jusqu'à 2009<sup>9</sup>.

**Figure 1 - Indice des cours mondiaux des céréales**



**Source:** Jayati Ghosh, "The unnatural coupling: Food and Global Finance" (2010), at 76. Using data accessed on 29 March 2009, from: <http://faostat.fao.org/>.

Actuellement, il existe un débat très animé sur la question de savoir si ces tendances sont le résultat de facteurs affectant l'offre de denrées alimentaires, ou si elles sont causées par une spéculation excessive sur les instruments financiers dérivés des produits primaires alimentaires. Les partisans du premier point de vue font valoir que l'envolée des cours peut être attribuée à des facteurs tels que la diminution du taux de croissance de la production vivrière<sup>10</sup>, le changement climatique et l'amenuisement des ressources en eau<sup>11</sup>, ainsi que la croissance de la production de biocarburants<sup>12</sup>. Par exemple, Wright et Bobenrieth montrent qu'à la racine de la crise des prix alimentaires il y a le fait qu'entre 2007 et 2008 les stocks mondiaux de blé, de maïs et de riz étaient faibles<sup>13</sup>. Ils observent que la production de blé a été plus faible que prévu en raison d'une grave sécheresse en Australie et, selon le FMI<sup>14</sup>, le fait que les consommateurs, en Chine et en Inde, ont acquis un goût pour la consommation de viande, ce qui a entraîné une hausse des cours des grains<sup>15</sup>.

### Des explications insuffisantes

Les grandes tendances de l'offre et de la demande ont certainement joué un rôle important à l'origine de la crise alimentaire. Cependant, un examen plus attentif révèle que les arguments mentionnés plus haut au sujet de l'offre et de la demande ne suffisent pas à expliquer la totalité de l'augmentation des cours des denrées alimentaires et leur instabilité. Par exemple, le cours du riz a augmenté de 165 % entre avril 2007 et avril 2008<sup>16</sup> – variation difficile à expliquer uniquement par les tendances du marché. En fait, Wright et Bobenrieth admettent que « les stocks de riz n'étaient pas particulièrement faibles en 2007/2008 » et que même si les stocks de maïs étaient faibles, la production restait élevée<sup>17</sup>. Comme l'observe Wahl, il n'est pas non plus probable qu'un groupe de population ait soudain acquis un goût particulier pour la consommation de grandes quantités de produits laitiers, qui expliquerait leur augmentation de 157 % entre 2006 et novembre 2007, ce goût commençant à disparaître à partir de juillet 2008, entraînant alors une chute des cours<sup>18</sup>. Il est également difficile d'accepter la thèse du FMI selon laquelle les augmentations des prix alimentaires résulteraient de la croissance du revenu par habitant en Chine, en Inde et dans d'autres pays émergents et entraîneraient une augmentation de la demande de viande et de produits liés à l'alimentation animale telle que les grains, le soja et les oléagineux. Cette interprétation n'est pas corroborée par les données collectées par la FAO pour la période concernée : ces données montrent au contraire que l'offre et l'utilisation de blé et de céréales secondaires ont augmenté à des

taux à peu près uniformes, que les stocks en fin de campagne, pour les céréales, avaient généralement augmenté de façon appréciable et que la Chine et l'Inde avaient enregistré une baisse de la consommation totale et par habitant de céréales alimentaires<sup>19</sup>.

### L'effet de la bulle spéculative

Au contraire, plusieurs signes indiquent que l'envolée des prix s'explique pour une bonne part par l'apparition d'une bulle spéculative. Les cours de plusieurs produits primaires ont beaucoup trop fluctué, dans les intervalles de temps limités retenus, pour qu'un tel comportement des prix soit le résultat des tendances de l'offre et de la demande : les prix du blé, par exemple, ont augmenté de 46 % entre le 10 janvier et le 26 février 2008, avant de retomber complètement, le 19 mai, puis d'augmenter à nouveau de 21 % jusqu'au début de juin avant de diminuer à nouveau à partir d'août 2008<sup>20</sup>. La crise des prix alimentaires de 2008 est unique en son genre car elle est peut-être la première crise qui s'est produite dans une conjoncture économique caractérisée par l'apparition massive de formes nouvelles de spéculation sur les marchés des instruments financiers dérivés des produits de base. C'est la spéculation sur les instruments financiers dérivés des produits alimentaires qui est la plus préoccupante. Une étude réalisée par Lehman Brothers, juste avant la faillite de cette société, révèle que le volume de la spéculation sur fonds indiciels avait augmenté de 1 900 % entre 2003 et mars 2008<sup>21</sup>. Morgan Stanley estime que le nombre de contrats sur les cours du maïs à terme est passé de 500 000 en 2003 à près de 2,5 millions en 2008<sup>22</sup>. Les capitaux investis dans les fonds indiciels de produits de base ont énormément augmenté, passant de 13 milliards de dollars en 2003 à 317 milliards de dollars en 2008<sup>23</sup>. Étant donné ces évolutions, le Rapport de la CNUCED sur le commerce et le développement 2009 constate que la tendance à une financierisation toujours plus poussée du commerce des produits de base a sans doute augmenté le nombre et l'ampleur relative des variations de prix qui ne sont pas liées aux grandes tendances du marché<sup>24</sup>. En d'autres termes, les variations des prix alimentaires reflètent moins les tendances de l'offre et de la demande de vivres que la spéculation, qui dans une large mesure dépasse les besoins de liquidités des marchés des produits de base pour assurer les transactions des utilisateurs de ces produits tels que les industries de transformation alimentaire et les importateurs de produits agricoles.

En fait, si la crise des prix alimentaires a peut-être été déclenchée par les tendances évoquées de la demande et de l'offre, ses effets ont été considérablement

amplifiés par une spéculation excessive, insuffisamment réglementée, sur les instruments financiers dérivés des produits de base. La promotion des biocarburants et les autres chocs influant sur l'offre ont été des facteurs catalyseurs relativement mineurs, mais ces facteurs ont déclenché une bulle spéculative énorme dans une conjoncture financière difficile et parfois désespérée. Ces facteurs ont été amplifiés hors de toute proportion par les grands investisseurs institutionnels qui, face au tarissement d'autres marchés financiers, sont entrés en masse sur les marchés à terme des cours des produits de base. Les politiques voulues, pour éviter une nouvelle crise, doivent donc chercher à résoudre les problèmes qui sont à l'origine des grandes tendances des marchés financiers et doivent déterminer les conditions dans lesquelles on laisse faire la spéculation sur des produits agricoles essentiels, exacerbant ainsi les effets de ces mouvements sur les tendances des marchés.

## LA SPÉCULATION SUR LES PRODUITS AGRICOLES

La spéculation sur les produits dérivés agricoles a une longue histoire. L'une des premières descriptions de son principe se trouve dans la *Politique* d'Aristote<sup>25</sup>. Aristote raconte ceci de Thalès de Milet : « Ses connaissances en astronomie lui avaient fait supposer, dès l'hiver, que la récolte suivante des olives serait abondante; et, dans la vue de répondre à quelques reproches sur sa pauvreté, dont n'avait pu le garantir une inutile philosophie, il employa le peu d'argent qu'il possédait à fournir des arrhes pour la location de tous les pressoirs de Milet et de Chios; il les eut à bon marché, en l'absence de tout autre enchérisseur. Mais quand le temps fut venu, les pressoirs étant recherchés tout à coup par une foule de cultivateurs, il les sous-loua au prix qu'il voulut. Le profit fut considérable; et Thalès prouva, par cette spéculation habile, que les philosophes, quand ils le veulent, savent aisément s'enrichir, bien que cela ne soit pas l'objet de leurs soins<sup>26</sup> ».

### La spéculation traditionnelle

La spéculation traditionnelle sur les marchés des produits agricoles repose sur les *tendances du marché* – avant tout la demande et l'offre d'une denrée particulière. Thalès a exercé son option sur les pressoirs d'huile car il s'attendait à une augmentation de l'offre d'olives. Les cultivateurs lui ont vendu cette option car ils cherchaient à se protéger contre le risque d'une mauvaise récolte d'olives. Cette forme de spéculation est généralement considérée comme nécessaire et utile sur le marché : elle facilite la protection commerciale

contre le risque et permet de découvrir le prix, aide les agriculteurs et les acheteurs à découvrir le prix raisonnable d'un produit agricole particulier, à la faveur de transactions individuelles et sur les marchés au comptant<sup>27</sup>. Si l'acheteur est prêt à offrir un prix plus élevé à terme, cela signifie qu'il s'attend à ce que le prix de la marchandise continue à augmenter. Si le prix à terme augmente, cela signale aux vendeurs sur les marchés au comptant qu'il y a lieu de relever leurs prix. En fait, les cours à terme du *Chicago Mercantile Exchange*<sup>28</sup> tendent à être directement incorporés dans les contrats de vente de céréales dans le monde entier. De plus, on estime généralement que cette spéculation *réduit* l'instabilité des cours car les spéculateurs offrent un marché à ceux qui cherchent à se protéger, et parce qu'ils achètent quand le prix est faible et vendent quand le prix est élevé, ce qui a pour effet de réduire les variations extrêmes des cours<sup>29</sup>.

Bien entendu, cette spéculation n'est pas toujours sans conséquences néfastes : elle peut avoir des effets appréciables sur les prix sans créer aucune valeur économique<sup>30</sup>. Un spéculateur, contrairement à d'autres investisseurs dans l'agriculture, ne crée pas de nouveaux équipements tels que des greniers ou des tracteurs. Si ce spéculateur fait faillite, ses créanciers n'auront rien pour récupérer leur créance<sup>31</sup>. Cela peut aussi être extrêmement dangereux – la terrible famine qui a frappé le Bengale en 1943, faisant trois millions de morts, s'explique dans une large mesure par le fait que les négociants en grains ont accaparé les denrées alimentaires de première nécessité, prévoyant une nouvelle hausse des prix<sup>32</sup>. Cet accaparement a aggravé l'envolée des cours, privant les groupes sociaux les plus pauvres d'aliments indispensables.

### Spéculation amplifiant la dynamique du marché

Une autre forme de spéculation *repose simplement sur la dynamique du marché*. Il s'agit d'un « comportement de troupeau : c'est quand les cours sont orientés d'ordinaire à la hausse, *sur des marchés développés et facilement accessibles*, qu'apparaissent des bulles spéculatives<sup>33</sup>. Loin d'avoir un effet stabilisateur, cette spéculation accroît encore l'instabilité des cours<sup>34</sup>. Cette spéculation amplifiant la dynamique du marché est sans doute la cause principale de la crise des prix alimentaires de 2007-2008. Les instruments financiers dérivés auxquels il nous faut particulièrement nous intéresser sont *les fonds indexés sur les matières premières*. Les indices en question, pour dire les choses simplement, sont une expression mathématique reposant sur les rendements attendus d'un choix particulier de valeurs à terme de produits de base. Le plus connu est le S&P

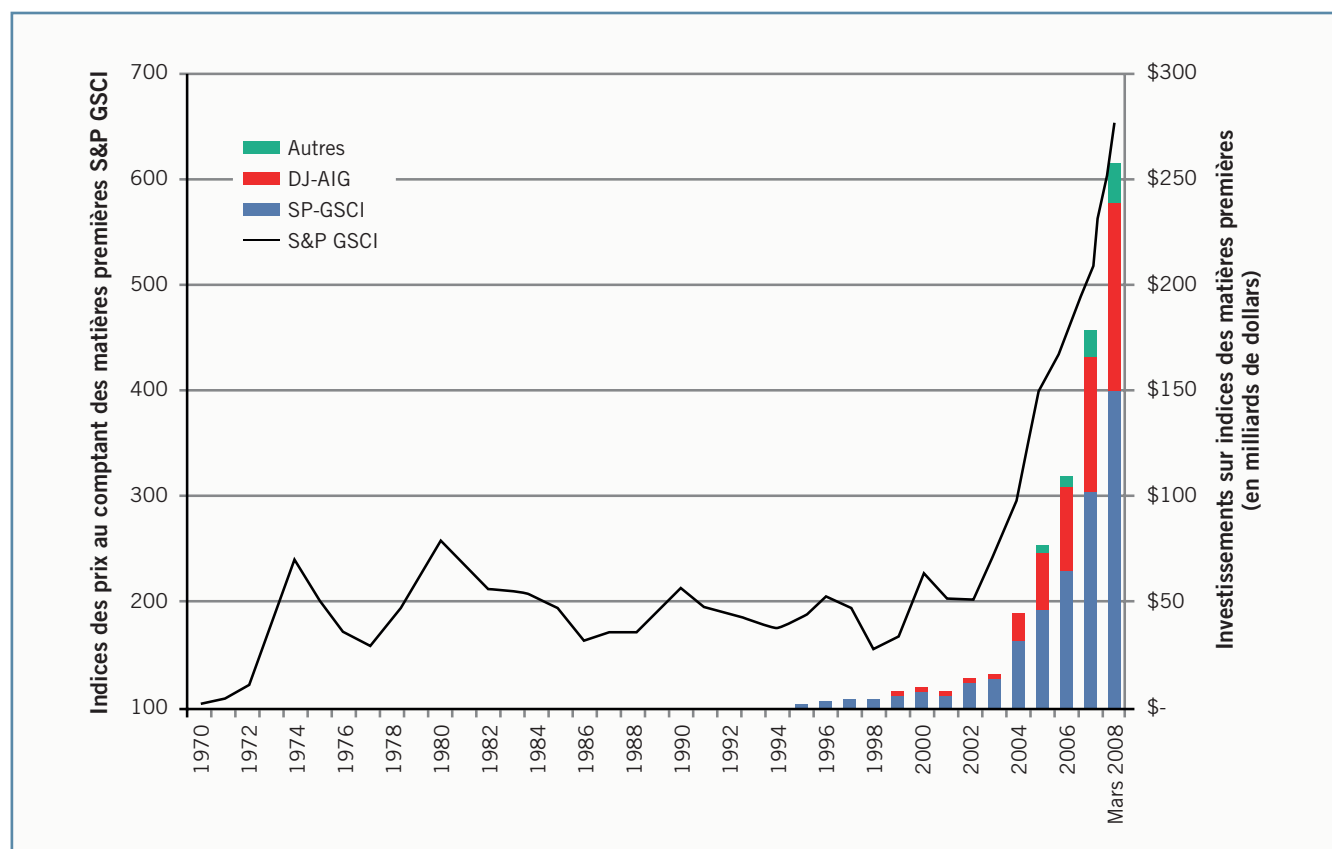
(*Standard and Poor*) GSCI, naguère connu sous le nom de *Goldman Sachs Commodities Index*, créé en 1991 par Goldman Sachs. Il faut citer également le *Dow Jones-AIG Index* et le *Rogers International Commodities Index*. La composition du panier de valeurs à terme des produits agricoles et des matières premières varie selon la composition de chaque indice, mais d'ordinaire les produits agricoles ne constituent pas une part importante des matières premières retenues dans le « panier ». Par exemple, les produits agricoles n'entrent que pour 12,2 % dans la composition du S&P GSCI<sup>35</sup>. Les indices de matières premières eux-mêmes constituent la base d'un certain nombre d'autres instruments tels que les fonds indiciaires sur les matières premières, les fonds cotés en bourse sur les matières premières, et les swaps d'indices des matières premières. Par exemple, un fonds indiciaire sur les matières premières représente d'énormes capitaux gérés par un financier « sophistiqué », qui les utilise pour acheter à terme des contrats composés d'un panier de valeurs à terme choisies selon la base de calcul de l'indice en question.

Les investisseurs institutionnels présentent ces produits financiers comme un mécanisme idéal pour se protéger contre des variations défavorables des cours sur d'autres marchés financiers<sup>36</sup>, mais on peut dire que le principe moteur des fonds indiciaires de matières premières est la dynamique du marché. La stratégie élaborée par les financiers de Goldman Sachs qui ont travaillé sur le GSCI était de ne prendre que des positions « longues », de continuer à en acquérir, et de les reporter quand elles arrivent à expiration, quels que soient les cours atteints. Comme l'indique Kaufman, l'objet visé était d'accumuler une « position longue toujours ascendante, continuellement reconstituée »<sup>37</sup>. Comme on l'a vu plus haut dans la section relative à la spéculation sur les grandes tendances du marché, la spéculation peut être utile car elle aide les agriculteurs et les acheteurs à déterminer ensemble les prix. D'ordinaire, les prix à terme sont moins élevés que les prix au comptant et cette situation ordinaire est connue sous le nom de « déport normal »<sup>38</sup>. Cependant, l'effet des fonds indiciaires sur les matières premières semble avoir été d'introduire sur les marchés correspondants une situation de report permanent<sup>39</sup>, mettant ainsi en place un cercle vicieux d'augmentation constante des cours : l'augmentation des prix à terme déclenche d'abord de petites augmentations des prix sur les marchés au comptant; les vendeurs retardent alors leur vente dans l'attente de nouvelles augmentations des prix et les acheteurs augmentent leurs achats pour constituer des stocks de crainte de nouvelles augmentations des cours à terme<sup>40</sup>. Comme le montre la **figure 2**, une fois que les prix au comptant ont augmenté, cela entraîne une

augmentation des cours à terme, qui attire encore plus de spéculation, ce qui perpétue le mouvement. En fait, c'est toute la structure de la spéculation sur les indices des matières premières qui repose sur cette idée de report. La spéculation sur les indices des produits de base devient ainsi une sorte de poule aux œufs d'or.

Rien ne ressemble moins au philosophe Thalès qu'un spéculateur sur indice ou un opérateur de fonds indexé sur les matières premières. Le spéculateur sur indice et l'opérateur de fonds, loin de connaître les cycles de la production agricole et ses structures, ne verront jamais un grain de blé durant leur existence professionnelle. Néanmoins, le spéculateur sur indice et l'opérateur de fonds ont une chose en commun avec le spéculateur traditionnel : alors que celui-ci peut faire monter le cours d'un produit agricole en le stockant, le spéculateur sur indice et l'opérateur de fonds font la même chose en stockant des contrats à terme portant sur des matières premières<sup>41</sup>. Cependant, le spéculateur sur indice et l'opérateur de fonds se voient épargner l'obligation de construire un entrepôt : leur stock est entièrement virtuel.

Il importe de noter que les différents types de spéculation sur les différents marchés ont convergé pour créer les conditions de la crise des prix alimentaires que l'on ne peut attribuer à une catégorie bien précise de comportements sur les marchés. Par exemple, la spéculation sur la dynamique du marché du pétrole a contribué à la crise des prix alimentaires par ses conséquences sur les grandes tendances de l'offre de pétrole, qui est un important intrant agricole. Le pétrole fait en effet partie intégrante de la chaîne d'offre alimentaire dans l'économie moderne, puisqu'il est utilisé pour la production d'engrais, la transformation des aliments et le transport, et la montée en puissance des bioénergies entraîne une convergence accrue des marchés des denrées alimentaires et de l'énergie<sup>42</sup>. De plus, de petites variations des grandes tendances du marché, telles que des augmentations des cours du pétrole, la montée en puissance des agrocombustibles et un sous-investissement dans le secteur agricole exercent un effet catalyseur sur la spéculation reposant sur la dynamique du marché. Le fait que cette spéculation est peut-être la cause principale des augmentations des cours des produits alimentaires ne saurait servir de prétexte pour être moins vigilant à l'égard d'autres facteurs qui expliquent aussi en partie la montée des prix alimentaires. En fait, il faut être toujours vigilant, parce que la spéculation sur le marché peut amplifier les effets des grandes tendances du marché.

**Figure 2 - Les indices de matières premières comparés aux indices des cours au comptant S&P GSCI**

**Source:** Jan Kregel, « The impact of changing financial flows on trade and production in developing countries » (6-7 août 2008). Exposé devant un séminaire sur la *Structure productive et la dynamique des prix : effets micro- et macroéconomiques et réponses politiques*, Université de printemps sur l'économie latino-américaine, CEPALC, Santiago (Chili).

## LE MARCHÉ FINANCIER AU SENS LARGE

L'entrée massive des fonds indexés sur les matières premières doit être examinée en fonction de l'évolution générale des marchés financiers. Après l'adoption, en 2000, aux États-Unis, de la *Commodity Futures Modernization Act*, les instruments financiers dérivés négociés de gré à gré<sup>43</sup> ont échappé au contrôle de la Commission des opérations à terme sur les matières premières (CFTC). Du fait de l'adoption de cette loi et du fait des décisions de cette commission, ces échanges ont pu avoir lieu sans limite sur les positions prises, sans obligation de divulgation et sans contrôle par les autorités de tutelle<sup>44</sup>. De plus, cette loi a pour la première fois permis des transactions sur les contrats d'instruments financiers dérivés négociés de gré à gré, où aucune des deux parties ne visait avant tout à se protéger contre un risque préexistant; c'est-à-dire que les deux parties à la transaction spéculent. En outre, les nouvelles dispositions ont permis de se protéger contre les risques encourus, en prenant des positions en bourse.

À ce stade, il est indispensable de faire observer la différence entre les investissements à terme sur les matières premières, et les investissements dans des fonds indexés sur celles-ci. Les contrats à terme sur les matières premières sont des contrats normalisés, échangés à la bourse des valeurs, et ne sont donc pas négociés de gré à gré. La participation à un fonds indexé sur les matières premières, en revanche, est presque toujours de gré à gré<sup>45</sup>. Les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, ordinairement passent des accords avec les opérateurs des fonds, prévoyant qu'en plus d'un droit annuel de gestion payé à l'opérateur, l'investisseur paie également à celui-ci l'équivalent du taux sur les bons du Trésor à trois mois. En échange, l'opérateur verse le rendement total sur les opérations à terme produit par l'indice des matières premières. De tels accords constituent un échange de flux financiers, ou « swap », et ces accords sont presque toujours négociés de gré à gré<sup>46</sup>. Le fait que ces instruments financiers dérivés sont très peu réglementés facilite considérablement l'entrée des investisseurs institutionnels dans les fonds indexés sur les matières premières.

Pour résumer, la libéralisation de la réglementation, aux États-Unis, a fait que des instruments financiers dérivés négociés de gré à gré et purement spéculatifs, ont ensuite été protégés du risque sur les bourses des valeurs, et des investisseurs institutionnels ont participé à des fonds indexés sur les matières premières en organisant des swaps négociés de gré à gré. Il n'est donc pas surprenant que le nombre des contrats et des options à terme négociés dans le monde sur les bourses des matières premières aient fait plus que quintupler entre 2002 et 2008<sup>47</sup>. La valeur des instruments financiers dérivés indexés sur les matières premières et négociés de gré à gré est ainsi passée de 440 milliards de dollars en 1998 à 770 milliards de dollars en 2002 pour atteindre 7 500 milliards de dollars en juin 2007<sup>48</sup>. À partir de la fin 2001, ces marchés des produits dérivés indexés sur les matières premières, et les indices des matières premières agricoles en particulier, ont commencé à voir l'arrivée massive d'investisseurs non traditionnels tels que les fonds de pension, les fonds spéculatifs, les fonds souverains et même les grandes banques, qui ont mis en place et négocié des instruments sur les matières premières du type mentionné plus haut<sup>49</sup>. La raison de cet état de choses est simplement que les autres marchés se sont asséchés l'un après l'autre : le marché des « dotcoms » a disparu à la fin de 2001, le marché des actions s'est considérablement affaibli peu après et le marché de l'immobilier aux États-Unis l'a fait en août 2007. À mesure qu'éclatait successivement chaque bulle spéculative, les grands investisseurs institutionnels se sont portés sur d'autres marchés, chacun de ces marchés étant traditionnellement considéré comme plus stable que le précédent. On peut ainsi observer de fortes similitudes entre le comportement des cours des matières premières agricoles et d'autres valeurs refuge comme l'or. Comme le note la Commission européenne, les cours de ces produits alimentaires et de l'or sont restés assez stables, et n'ont commencé à s'élever lentement qu'en 2005, leur hausse s'accroissant en août 2007, lorsque éclate la crise des créances hypothécaires véreuses (« *subprime* »)<sup>50</sup>. On observe une évolution similaire sur les marchés du pétrole, celui-ci atteignant 100 dollars par baril en février 2008, passant par un sommet en juin 2008, avant de retomber.

Sur aucun de ces marchés il n'existait de limitations de l'offre ou d'indice d'une expansion de la demande tant soit peu susceptibles d'expliquer l'ampleur des augmentations de prix. Les raisons de celles-ci sont doubles. D'abord, parce qu'on croyait que les marchés des produits alimentaires et du pétrole seraient profitables car ils ne risquaient aucunement de s'assécher : les gens risquent certes de se lasser de la titrisation, mais il faut toujours continuer à manger<sup>51</sup>.

Deuxièmement, comme on l'a vu plus haut<sup>52</sup>, une volonté de diversification des portefeuilles semble être apparue, qui a entraîné une dispersion du risque dans un portefeuille de placements au moyen d'un équilibrage des placements dans des actions ou des obligations, par des investissements sur des marchés qui reflètent des évolutions opposées ou sans lien entre eux, comme ceux des denrées alimentaires et du pétrole. En effet, les placements totaux dans des fonds indiciels indexés sur le maïs, le soja, le blé, les bovins et les porcins sont passés de 10 milliards de dollars en 2006 à plus de 47 milliards de dollars en 2007<sup>53</sup>.

Mais ces montées des cours à terme des matières premières n'ont été possibles que dès lors que les positions permanentes de report pouvaient être financées. Auparavant cela avait été rendu possible par la faiblesse des marges que les opérateurs devaient payer d'abord pour opérer sur les bourses des matières premières. Le reste des fonds pouvait être investi dans d'autres instruments financiers. La bulle des prix des denrées alimentaires n'a éclaté que quand des spéculateurs non traditionnels opérant sur des volumes de capitaux énormes n'ont pu poursuivre leur activité, quand leurs placements sur d'autres marchés se sont effondrés. Lorsque cela s'est produit, l'envolée des prix des produits alimentaires a également cessé.

## POLITIQUES POSSIBLES

La crise qui a frappé les prix des denrées alimentaires en 2008 s'explique par de graves lacunes du système financier mondial, exacerbées par l'impact des tendances de l'offre et de la demande des produits alimentaires. La réforme du système financier mondial doit donc occuper une bonne place dans l'action à entreprendre pour assurer la sécurité alimentaire, en particulier dans les pays pauvres importateurs vivriers nets. La récente loi, *Dodd-Frank Act*<sup>54</sup>, adoptée par le Congrès américain sur la réforme du secteur financier, est à cet égard encourageante. Cette loi mentionne expressément les produits agricoles, dans la nouvelle section 4a) c) du *Commodity Exchange Act* (CEA), qui fait obligation à la CFTC d'établir, dans un délai de 270 jours après l'adoption de la loi, des limites sur le nombre de produits agricoles différents que peut détenir un opérateur donné, et définit des restrictions sur des contrats au comptant et à terme relatifs à l'énergie. La loi fait également obligation à la CFTC de définir les limites sur le nombre total ou le volume total des positions, dans certains contrats ayant comme sous-jacent le même produit, qui peuvent être détenus par une seule personne ou entité, notamment une classe d'opérateurs, chaque mois. Il est à espérer que la CFTC ne fixera pas

ses limites à un niveau trop élevé pour qu'elles perdent leur sens. D'autre part, la loi Dodd-Frank n'a pas abouti aux changements structurels des marchés financiers que beaucoup espéraient; en particulier la « Règle Volcker » annoncée par le Président Obama en janvier 2010, qui avait pour but d'empêcher les banques d'utiliser les fonds fournis par le contribuable pour spéculer sur les marchés financiers et de renoncer à leurs parts dans les fonds spéculatifs et les fonds cotés en bourse<sup>55</sup>, a été fortement édulcorée dans la loi<sup>56</sup>.

Dans l'Union européenne, le Commissaire au marché intérieur et aux services, Michel Barnier, a annoncé le 15 septembre 2010 un projet de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux<sup>57</sup>. Le règlement proposé impose une publicité et une compensation obligatoires (si possible) des produits dérivés négociés de gré à gré et stipule que les « acteurs non financiers » seront soumis aux mêmes règles que les « acteurs financiers » s'ils observent certains seuils. Plus précisément, un seuil d'*information* est proposé, qui permet aux autorités financières de repérer les acteurs non financiers qui ont accumulé d'importantes positions sur les produits dérivés négociés de gré à gré et un seuil de *compensation* qui, s'il est dépassé, soumet l'acteur non financier à une obligation de compensation<sup>58</sup>. De plus, le texte proposé fait une distinction entre les acteurs commerciaux et les acteurs financiers en précisant que dans le calcul des positions, pour la détermination du seuil de *compensation*, les contrats sur produits dérivés ne doivent pas entrer en ligne de compte s'ils sont conclus pour couvrir les risques résultant d'activités commerciales objectivement mesurables<sup>59</sup>.

La réglementation proposée élèvera des obstacles à la participation des spéculateurs sur indice aux fonds indexés sur les matières premières. Cependant, ces obstacles ne paraissent pas insurmontables : le Groupe CME, par exemple, est déjà parvenu à mettre au point des contrats d'échange de risque sur les indices de matières premières<sup>60</sup>. De plus, il y a peut-être une différence entre « les limites de position » imposées par la section 737 de la loi Dodd-Frank et les « limites de concentration » imposées par l'article 44 du règlement européen proposé. La première de ces dispositions définit clairement des restrictions, tandis que la seconde semble définir des limites individualisées plus variables, qui peuvent être contestées<sup>61</sup>. L'objet de la réforme des instruments financiers dérivés des matières premières n'est pas de contrecarrer la spéculation financière sur les matières premières, mais de limiter, de contrôler ou même de l'interdire. En tant que telle, on ne peut pas dire que la réglementation proposée s'attaque directement à la spéculation sur les matières premières.

De façon générale, l'Union européenne n'a pas encore agi aussi fermement que les États-Unis s'agissant de la spéculation sur les matières premières agricoles, alors que les conséquences de l'inaction sont également considérables. En dehors des États-Unis, c'est Londres qui est le principal marché mondial pour les matières premières agricoles<sup>62</sup>. Malgré divers appels à dénoncer l'impact de la spéculation sur les produits alimentaires<sup>63</sup>, tels que la démarche du Gouvernement français à la Commission européenne<sup>64</sup>, le contrôle européen du commerce des matières premières reste insuffisant. En juillet 2010, Andrew Ward, qui dirige Armajaro, un fonds spéculatif basé à Londres, a acquis pour un milliard de dollars (770 millions d'euros) de contrats à terme portant sur 241 000 tonnes de cacao. Cette quantité représente 7 % de la production annuelle mondiale de cacao, et suffirait à approvisionner l'Allemagne pendant toute une année. Ce qui est plus surprenant encore, les contrats prévoyaient une livraison effective du cacao, ce qui signifie qu'Armajaro possède presque toutes les fèves de cacao se trouvant dans les entrepôts, dans l'ensemble de l'Europe. L'annonce de bonnes récoltes a fait que les prix au comptant n'ont pas augmenté, comme Armajaro l'espérait, mais le fait que cette accumulation soit possible, actuellement, est difficile à imaginer.

### Améliorations possibles

De façon générale, certaines mesures peuvent être prises pour empêcher une spéculation induite sur les marchés des instruments financiers dérivés de matières premières.

- Certains importants organismes de tutelle ne comptent que trop peu de spécialistes des marchés des matières premières<sup>65</sup>; pour commencer, on pourrait chercher à corriger ce déséquilibre.
- Ensuite, les organismes de tutelle devraient distinguer entre les opérateurs qui se protègent contre des risques commerciaux réels et les spéculateurs non traditionnels, qui tirent parti de la dynamique du marché et cherchent surtout à profiter des variations des cours. Alors qu'aux États-Unis, la CFTC le prévoit expressément<sup>66</sup>, d'autres organismes comme l'Autorité britannique des services financiers (FSA) ne le font pas. Par exemple, la FSA ne « considère pas les activités des opérateurs financiers comme étant de fait manipulatives »<sup>67</sup>. Ainsi, la FSA « ne considère donc pas qu'il faille faire nécessairement une distinction entre des positions essentiellement spéculatives et des positions essentiellement non spéculatives aux fins de lutter contre les manipulations – il s'agit au contraire de lutter contre des positions

portant sur de très grosses sommes conduisant de fait à une manipulation abusive « *qu'il s'agisse ou non de positions tenues par des opérateurs financiers* »<sup>68</sup>. Pourtant, de l'avis du Rapporteur spécial, la question de savoir si l'opérateur est un opérateur financier ou commercial pourrait au moins être un premier indice pour savoir si, oui ou non, les transactions effectuées constituent une manipulation abusive.

- Et surtout, les autorités de tutelle doivent reconnaître qu'il existe une différence conceptuelle fondamentale entre les produits dérivés sur matières premières et les dérivés proprement financiers. On ne saurait considérer qu'il s'agit du même type d'instrument. Pour éviter cette confusion dans la réglementation, il pourrait être indiqué de confier la régulation des produits dérivés des matières premières à une institution distincte, qui comprendrait effectivement des spécialistes des marchés des matières premières.
- Une fois cette distinction opérée, l'accès aux marchés des produits dérivés des matières premières pourrait être limité aux opérateurs et aux courtiers spécialisés. Plusieurs propositions pourraient être envisagées, par exemple une interdiction totale de la spéculation purement financière reposant sur la dynamique haussière du marché, et l'inscription obligatoire des opérateurs agissant sur les marchés à terme des matières premières, de façon à ce que ces transactions soient interdites aux opérateurs financiers<sup>69</sup>.
- En outre, certaines mesures peuvent être prises pour réduire les incitations à la spéculation financière. On peut envisager ainsi la création de lieux d'échange au comptant, ce qu'a fait la bourse des matières premières de l'Éthiopie<sup>70</sup>; l'imposition d'une obligation de livraison, ce qui empêcherait les opérateurs de régler leur dette en espèces; et comme le Rapporteur spécial l'a déjà proposé, l'imposition de marges plus élevées (par exemple un paiement initial de 10 à 30 %), ce qui forcerait les spéculateurs à effectuer un dépôt initial plus important avant toute spéculation<sup>71</sup>.
- En dehors de ces changements de la réglementation, il est possible de renforcer les marchés au comptant en investissant dans de meilleurs entrepôts, en améliorant les communications et les transports<sup>72</sup>. De telles mesures aideraient non seulement à réduire l'influence des opérateurs sur les marchés à terme des matières premières, qui ne sont pas des opérateurs commerciaux, et à augmenter la participation des agriculteurs à ces marchés, mais cela améliorerait aussi la fonction de signalisation des prix que jouent les marchés à terme des matières premières. Cela est souhaitable en soi, même si l'on rejette l'explication de la crise alimentaire par la spéculation. On notera

que le rapport du Comité Abhijit Sen, du Ministère indien de la consommation, de l'alimentation et de la distribution publique, appelle de ses vœux un tel renforcement des marchés au comptant<sup>73</sup>, même si ce même comité constate que la spéculation sur les marchés à terme des matières premières n'explique pas l'inflation des prix alimentaires<sup>74</sup>.

- En même temps, la réglementation des marchés au comptant est nécessaire pour s'assurer que les exigences de livraison ne conduisent pas à un accaparement<sup>75</sup>. Comme le montre l'accaparement du marché du cacao par Armajaro, décrit plus haut, notre préoccupation doit porter non seulement sur les opérateurs financiers mais aussi sur les opérateurs commerciaux qui spéculent par accaparement. Le Rapporteur spécial estime que les marchés au comptant doivent être plus transparents, de façon que les stocks détenus par un négociant soient connus de tous, et qu'il y ait une plus grande transparence des réserves stratégiques des États. Deuxièmement, une stricte limitation des positions prises doit s'appliquer aux stocks détenus par un individu, de façon qu'il n'y ait pas accaparement.

## COOPÉRATION INTERNATIONALE

La coopération internationale a son rôle à jouer à cet égard; la capacité de chaque pays de nourrir sa population pourrait être améliorée par la création de réserves d'aliments et de céréales. La création de ces réserves aiderait au moins à remédier au mouvement relativement réduit de l'offre et de la demande et à l'impact, sur l'offre, d'événements climatiques tels que les sécheresses et les inondations sur lesquels les spéculateurs se précipitent, et aiderait ainsi à réduire l'instabilité des cours<sup>76</sup>. Ces réserves de denrées alimentaires gagneraient en efficacité si elles étaient établies au niveau régional et pas seulement national, ou si les pays échangeaient des informations au sujet de leurs réserves alimentaires et s'assuraient mutuellement contre l'instabilité des cours dans ces réserves alimentaires d'accès mutuel<sup>77</sup>. Mais une réglementation améliorée qui interdirait aux grands opérateurs financiers de chercher à influencer les marchés à terme des matières premières aiderait aussi beaucoup à limiter l'instabilité de leurs cours<sup>78</sup>.

D'autres initiatives ont été lancées au niveau international: les dispositifs de financement compensatoire tels que ceux de l'Union européenne, STABEX et FLEX<sup>79</sup>, la Facilité de financement compensatoire du FMI et sa Facilité pour les chocs exogènes<sup>80</sup>, ainsi que la Facilité de financement alimentaire, qui découle de la Décision de Marrakech et de la Conférence ministérielle de

l'OMC à Doha. Ces initiatives cherchent simplement à aider les pays à éviter les conséquences néfastes sur leur croissance de l'instabilité des prix alimentaires, en accordant par exemple l'accès à des prêts à court terme. Mais cela ne remédie pas à l'instabilité accrue des cours, quand celle-ci est causée par la spéculation. La communauté internationale doit donc en priorité étudier d'autres méthodes propres à éliminer les causes de l'envolée des prix alimentaires liées à la spéculation.

## CONCLUSION

Il est indispensable de lutter contre les dangers de la spéculation sur les denrées alimentaires de première nécessité. Des progrès considérables semblent avoir été faits à ce sujet grâce à la réforme financière introduite aux États-Unis, mais dans d'autres régions du monde, et notamment dans l'Union européenne, l'action à mener se fait attendre. La structure fondamentale des marchés financiers mondiaux ne semble guère différer de ce qu'elle était avant la crise des prix alimentaires de 2007-2008 dont les enseignements ne paraissent pas avoir été assimilés. Il est indispensable de le faire car on se trouve de nouveau face à une situation où les denrées alimentaires connaissent des envolées de prix liées à des chocs agissant sur l'offre. Ainsi, les cours à terme et au comptant du blé, dans le monde, augmentent régulièrement depuis le début d'août 2010, date où la Russie a connu des feux de forêt massifs qui ont considérablement amoindri sa récolte de blé, ce qui a amené ce pays à interdire les exportations de blé<sup>81</sup>. En outre, d'autres marchés, tels que ceux du sucre et des graines oléagineuses, connaissent de fortes augmentations des cours<sup>82</sup>. Les stocks mondiaux de céréales sont actuellement plus élevés que ce qu'ils étaient avant la crise de 2007-2008, mais les causes financières de cette crise demeurent essentiellement les mêmes. Il faut faire beaucoup plus pour enrayer les effets négatifs de la spéculation sur les produits alimentaires de base. Cette spéculation est une source importante de vulnérabilité, en particulier dans les pays pauvres importateurs vivriers nets, dont la dépendance à l'égard des importations d'aliments augmente depuis plusieurs années. À l'avenir, ces pays connaîtront des problèmes plus graves de balance des paiements s'ils se trouvent de nouveau face à une nouvelle envolée des cours dans les prochaines semaines ou les prochains mois.

## Recommandations :

1. Étant donné les nombreux liens qui existent entre l'agriculture, le marché du pétrole et les autres marchés financiers, comme on l'a vu plus haut, il

**est nécessaire de réformer de façon exhaustive le commerce des instruments dérivés.** La toute première étape serait d'exiger leur enregistrement, ainsi que, autant que possible, la compensation des produits dérivés négociés de gré à gré, de façon que leurs transactions soient connues en temps réel, sans qu'il y ait de privilège d'information pour les opérateurs négociant de gré à gré, et de façon à permettre une supervision efficace. La petite minorité d'instruments dérivés qui ne peuvent être compensés devrait néanmoins être signalée sans délai.

2. **Les organismes de tutelle doivent étudier avec soin les marchés des matières premières et se doter de spécialistes de ces marchés,** au lieu de réglementer les produits dérivés des matières premières et les instruments dérivés purement financiers comme si c'était la même classe d'actifs. Il pourrait être indiqué de confier la tâche de la réglementation des produits dérivés des matières premières à une institution précise, qui compterait des spécialistes de la réglementation des matières premières, plutôt qu'un simple organe réglementant à la fois les dérivés financiers et ceux des matières premières.

3. **Il faut limiter l'accès aux marchés à terme des matières premières** autant que possible à des investisseurs qualifiés et compétents et aux opérateurs eux-mêmes qui sont authentiquement intéressés par les matières agricoles sous-jacentes des produits dérivés. En effet, l'une des principales causes de l'envolée des cours est la spéculation des investisseurs institutionnels qui n'ont pas de spécialistes des produits agricoles ou qui ne s'y intéressent pas, et qui ont investi dans des fonds indexés sur les matières premières parce que d'autres marchés financiers n'étaient plus intéressants, ou afin de se protéger dans leurs spéculations, sur ces marchés.

4. **Il faut renforcer les marchés au comptant** afin de réduire l'incertitude sur les cours à terme, qui engendrent la spéculation. Cependant, ces marchés doivent également être réglementés afin d'éviter l'accaparement. Les marchés au comptant doivent être transparents et les placements sur ces marchés doivent être soumis à de strictes limites afin d'éviter une manipulation des cours.

5. **Il faut constituer des réserves physiques de céréales** afin de contrecarrer les fluctuations extrêmes des cours des produits alimentaires, gérer le risque afférent aux contrats dérivés des produits agricoles et décourager une spéculation excessive tout en répondant aux besoins d'urgence. Ces mesures et la réforme mentionnée plus haut des marchés des instruments dérivés des matières premières doivent être considérées comme complémentaires.

## LES INSTRUMENTS DÉRIVÉS ET LEURS UTILISATIONS

### Qu'entend-on par instruments dérivés?

Un instrument financier dérivé est un instrument dont la valeur dépend ou découle de la valeur d'autres variables sous-jacentes, plus fondamentales<sup>83</sup> : ce sont donc des instruments financiers dont la valeur est déterminée par le cours d'autre chose<sup>84</sup>. Cette autre chose peut être pratiquement n'importe quoi : des actifs ou des matières premières telles que le pétrole ou le blé, ou encore des instruments financiers tels que des titres ou des indices.

Par exemple, un cultivateur et un acheteur de pommes de terre peuvent conclure un contrat de vente et de livraison d'une quantité de pommes de terre bien avant qu'une seule pomme de terre se matérialise. L'agriculteur conclura ce contrat s'il pense que le prix offert par le négociant, à ce stade, est plus élevé que ce qu'il pense retirer de la vente au comptant des pommes de terre une fois produites. Il est ainsi assuré d'un prix déterminé à l'avance et il a transféré le risque d'une baisse des prix des pommes de terre sur l'acheteur. L'acheteur, de son côté, conclut ce contrat peut-être parce qu'il estime que les cours suivront une évolution opposée sur le marché au comptant. Ou il peut se trouver dans l'obligation de fournir les pommes de terre à une autre personne qui doit produire une certaine quantité de frites à un moment donné, et il doit donc pouvoir être certain de se les procurer. Quoi qu'il en soit, il y a une différence dans les attentes de l'un et de l'autre : l'agriculteur pense que les prix pourraient baisser en raison d'un excès d'offre de pommes de terre tandis que l'acheteur pense que les prix pourraient monter, l'offre étant insuffisante.

Il y a un nombre potentiellement infini de types de produits dérivés. Cependant, la plupart des produits dérivés sont une variante de l'un ou l'autre des trois types suivants :

- 1. Contrats à terme** : Le contrat décrit dans le paragraphe précédent est le type de produit dérivé connu sous le nom de « contrat à terme ». Les conditions dont ces contrats sont assortis sont assez normalisées pour qu'ils puissent être acquis ou vendus sur les bourses de valeur, sous le nom de « futures ». Les innombrables transactions auxquelles se livrent les « agriculteurs » et les « acheteurs » sont coordonnées par une chambre de compensation, tous les agriculteurs vendant à cette chambre, et les acheteurs achetant à celle-ci. Cette chambre de compensation a alors des obligations correspondantes à l'égard des « agriculteurs » et des « acheteurs ».
- 2. Options** : Imaginons le même scénario entre l'agriculteur et l'acheteur de pommes de terre, mais avec une différence : au lieu d'acheter les pommes de terre, l'acheteur a la latitude d'acheter ou de ne pas acheter à un prix déterminé à l'avance. Si le prix des pommes de terre sur le futur marché au comptant est plus élevé que le prix que l'acheteur a négocié avec l'agriculteur (auquel il faut ajouter la part que l'acheteur paie à l'agriculteur en échange de l'option), l'acheteur exercera l'option. Si la hausse ne se matérialise pas, il abandonne l'option et subit la perte du droit correspondant. On distingue les options d'achat et les options de vente.
- 3. Swaps** : Dans cette catégorie de produits financiers dérivés, les parties détiennent un avoir qui produit un flux de revenu au fil du temps. Par exemple, la partie X détient une obligation assortie d'un taux d'intérêt *fixe*, tandis que la partie Y détient un titre semblable mais qui donne un intérêt dont le taux est *flottant* devant l'évolution d'un certain indice. X peut alors penser que le flux de revenu produit de l'actif que possède Y vaudra plus à l'avenir, en raison par exemple d'un taux d'inflation qui augmente et qui rendra moins élevés les intérêts fixes que perçoit X. Y peut de son côté penser que le flux de revenu que touche X sera plus précieux à l'avenir, car il pense que la valeur de l'indice auquel son titre est calculé va bientôt baisser. Ainsi, ils sont amenés à échanger (« swap ») les flux de revenu que produisent leurs avoirs. Il est possible de réaliser un échange entre deux flux de revenus flottants, en raison du fait que les acteurs différents ont un rapport différent au risque et, sur la base de l'information qu'ils possèdent, ont des attentes différentes quant à l'avenir. Le seul swap qui n'aurait aucun sens, pour des raisons évidentes, serait entre deux flux de revenu fixe à un certain taux dans la même monnaie.

## Comment les produits dérivés sont-ils utilisés?

Comme on l'a vu dans l'exemple de l'agriculteur et de l'acheteur de pommes de terre, les produits dérivés peuvent être utilisés pour deux raisons différentes. L'agriculteur qui conclut un contrat à terme pour éviter le risque d'une baisse des prix des pommes de terre à l'avenir, et l'acheteur qui fait de même pour assurer l'obtention future d'une certaine quantité de pommes de terre, ou leur valeur marchande, *se protègent* contre des risques : l'un et l'autre préfèrent la sécurité d'un prix déterminé à l'avance au risque d'avoir à vendre à un prix inférieur (ou d'avoir à acheter à un prix supérieur). En revanche, l'acheteur qui conclut un contrat à terme uniquement parce qu'il pense que le prix offert aujourd'hui est meilleur que ce qu'il pourra obtenir à l'avenir, *spécule* dans l'espoir d'un profit. Il fait purement et simplement un pari. La définition suivante est donnée par la Commission européenne : « Un spéculateur est un investisseur ... qui achète ou vend (un instrument dérivé) afin de vendre ou acheter celui-ci plus tard (habituellement avant l'échéance) pour réaliser un profit sur la variation de prix intervenue entre temps »<sup>85</sup>.

Cependant il est extrêmement difficile en pratique de savoir si un opérateur particulier se protège ou spécule, car la médiation offerte par une chambre de compensation, qui, comme on l'a vu plus haut, a pour but de standardiser tous les contrats, a nécessairement pour effet de cacher au public l'information relative à chacun des intervenants. Le mieux que puissent faire les autorités de tutelle est alors de s'intéresser de près à l'opérateur. Une solution consiste à accorder ou non l'autorisation d'opérer d'emblée à l'opérateur concerné : avant qu'il ne fasse sa première transaction sur une bourse des valeurs. La CFTC opère ainsi en distinguant les opérateurs commerciaux des opérateurs non commerciaux. On peut également se prononcer de façon objective sur l'opérateur visé en examinant le *volume* des transactions, ainsi que leur *fréquence*. L'opérateur a-t-il lui-même des avoirs suffisants par rapport au volume de la position qu'il prend pour donner lieu de supposer qu'il se propose de protéger son investissement avec la transaction qu'il envisage? Au contraire, à en juger par le profil de l'opérateur en question, semble-t-il que le contrat *lui-même* est l'intérêt premier de l'opérateur? À titre d'exemple, envisageons un opérateur qui achète une prime d'assurance sur une maison. Si la maison vaut 50 000 dollars et s'il l'assure pour le même montant, on peut alors supposer qu'il *se protège* contre le risque que la maison brûle. S'il assure la maison pour 100 000 dollars, alors on peut supposer qu'il fait positivement le *pari* que la maison va brûler.

Une troisième raison pour laquelle les opérateurs trouvent les produits dérivés intéressants tient au fait que ces produits sont beaucoup plus liquides, comme placements, que les avoirs sous-jacents, les matières premières ou d'autres instruments financiers. Par exemple, si l'on prend l'exemple d'un acheteur qui spécule, on peut supposer qu'il ne se soucie pas de recevoir effectivement des tonnes de pommes de terre. Il aura équilibré son achat en négociant un contrat correspondant avec une autre personne qui a effectivement besoin de pommes de terre pour quelque raison. L'agriculteur, en pratique, livrera ses pommes de terre directement à cette troisième personne, mais ses obligations de paiement resteront néanmoins triangulaires. L'acheteur jouit ainsi d'une plus grande *efficacité dans la transaction*, car il se borne à gagner ou à perdre de l'argent sans avoir à s'occuper de réceptionner et d'emmagasiner des pommes de terre réelles. Les produits dérivés facilitent ainsi l'échange libre d'éléments de risque<sup>86</sup>. Mais en ce qui concerne les marchés des matières premières alimentaires ou agricoles, la FAO fait observer que 2 % seulement des contrats à terme aboutissent à la livraison effective de la marchandise. Cela rend la conclusion de contrats à terme attrayante pour les investisseurs qui ne se soucient aucunement de recevoir la matière première correspondante, mais recherchent simplement un gain spéculatif<sup>87</sup>.

## Notes

1. Banque mondiale, *Perspectives pour l'économie mondiale. Prix des matières premières et inflation globale*, 2009 (établi sur la base de l'information disponible au 30 novembre 2008), p. 96. On trouvera un examen d'ensemble de l'effet de la crise et des solutions possibles dans le Rapport du Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation à la douzième session du Conseil des droits de l'homme : *Faire de la crise un atout : renforcer le multilatéralisme*, A/HRC/12/31 (21 juillet 2009).
2. FAO, *963 millions de sous-alimentés dans le monde*, (décembre 2008).
3. Voir I. Maros et W. Martin, « Implications of Higher Global Food Prices for Poverty in Low-Income Countries » (2008) *World Bank Policy Research Paper No. WPS 4594.4*.
4. Voir T. Hertel, P. Preckel, J. Cranfield and I. Maros, « The Earnings Effects of Multilateral Trade Liberalization: Implications for Poverty » (2004) *The World Economic Review*, 18(2).
5. Voir, de façon générale, « Rapport sur les pays les moins avancés 2008 », CNUCED (2008).
6. A. Mittal, « The 2008 Food Price Crisis: Rethinking Food Security Policies », (June 2009) G-24 *Discussion Paper Series No. 56*, CNUCED, p. 1.
7. *Ibid.*
8. On entend par volatilité implicite l'attente, par le marché, de la mesure dans laquelle le cours d'un produit particulier évoluera à l'avenir. Cette volatilité est dite « implicite » car ces variations, étant futures, ne peuvent être observées directement mais sont déduites implicitement des cours des instruments financiers dérivés basés sur ces matières premières.
9. FAO, *Perspectives de l'alimentation* (juin 2010).
10. Trostle estime que si la production de céréales et de graines oléagineuses a augmenté en moyenne de 2,2 % par an entre 1970 et 1990, ce taux de croissance a été ramené à 1,3 % par an après 1990. De plus, on estime qu'il continuera à baisser, et ne dépassera pas 1,2 % par an entre 2009 et 2017. Voir R. Trostle, « Global Agricultural Supply and Demand: Factors contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices », (2008) *WRS-0801, Economic Research Service, USDA*.
11. FAO, *Perspectives de récoltes et situation alimentaire*, (février 2008); Mittal, *supra* note 6, p. 3.
12. Voir D. Mitchell, « A Note on Rising Food Prices » (July 2008) *World Bank, Development Prospects Group, Policy Research Working Paper 4682* : cette étude montre que la forte augmentation de la production de biocarburants aux États-Unis et dans l'Union européenne est le principal facteur explicatif de la crise des prix alimentaires.
13. B.D. Wright et E. Bobenrieth, « Special Feature: The Food Price Crisis of 2007/2008: Evidence and Implications » (décembre 2010) FAO, *Perspectives de l'alimentation* 59, p. 62.
14. IMF, *World Economic Outlook* (2008).
15. Wright and Bobenrieth, *supra* note 13, 64.
16. P. Wahl, « Food Speculation as the Main Factor of the Price Bubble in 2008 », (Février 2009) Briefing Paper, *World Economy, Ecology & Development*, p. 6 – 7.
17. Wright & Bobenrieth, *supra* note 13, p. 64.
18. Wahl, *supra* note 16, p. 7.
19. Consulter FAO, *Perspectives de récoltes et situation alimentaire* (2008), « Tableau 2 : Données de base sur la situation céréalière mondiale », à l'adresse suivante : <http://www.fao.org/docrep/011/ai476e/ai476e04.htm>; J. Ghosh, « The Unnatural Coupling: Food and Global Finance » (2010) Vol. 10 *Journal of Agrarian Change*, p. 72, at 72, 81; et S. Schulmeister, « Asset Price Fluctuations, Financial Crises and the Stabilizing Effects of a General Transactions Tax » in M. Balling, J.M. Berk et M. Strauss-Kahn, dirs. de publ., *The Quest for Stability: A View of Financial Institutions* (2010) (SUFER, Vienne), p. 99 – 130.
20. J. Ghosh, « The Commodity Price Roller Coaster » (2008), p. 4.
21. Wahl, *supra* note 16, p. 11.
22. T. Lines, « Speculation in food commodity markets », (avril 2010) *World Development Movement*, p. 1.
23. F. Kaufman, « The Food Bubble: How Wall Street starved millions and got away with it » (juillet 2010) *Harper's Magazine*, p. 32.
24. CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement* (2009).
25. Aristote, *Politique*, Livre I, 1259. a.5 et a.6, trad. Jules Barthélemy-Saint-Hilaire, Paris, Librairie philosophique de Ladrance, 1874.
26. *Ibid.*, p. 54
27. Commission de l'Union européenne, « *Is there a Speculative Bubble in Commodity Markets?* », *Commission Staff Working Document, Task force on the role of speculation in agricultural commodities price movements*, SEC(2008)2971, p. 3, 1.
28. En 2007, le *Chicago Mercantile Exchange* a acquis le *Chicago Board of Trade*, qui était la principale place mondiale pour les transactions sur les produits financiers dérivés.
29. Voir par exemple J.S. Mill, *Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy* (1848) Charles C. Little et James Brown, Boston, Mass., p. 535.
30. Wahl, *supra* note 16, 9.
31. *Ibid.*, p. 10
32. A. K. Sen, *Development as Freedom*, (1999) Oxford, p. 167.
33. Commission de l'Union européenne, « *Is there a Speculative Bubble in Commodity Markets?* », *supra* note 27, p. 1.
34. Voir S. Newman, « The New Price makers: An investigation into the impact of financial investment on coffee price behaviour » (2009) *NCCR Trade Working Paper No. 2009/7*. Voir également *Report of the Expert Committee to Study the Impact of Futures Trading on Agricultural Commodity Prices* (« Abhijit Sen Committee Report »), (2008) Ministry of Consumer Affairs, Food & Public Distribution, Government of India, par. 11.9 : « l'étude du fonctionnement des marchés et des contrats à terme donne à penser que si le volume des transactions à terme en Inde a augmenté de façon phénoménale ces dernières années, sa capacité de fournir des instruments de gestion du risque n'a pas progressé parallèlement et a en fait été assez médiocre. »

35. Voir la fiche d'information que l'on peut télécharger du site S&P GSCI à l'adresse suivante : <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-gsci/en/us/?indexId=spgscirg--usd----sp----->.
36. F. S. Rose, « Futures Markets, Portfolio Diversification and Food Prices », (juin 2010) FAO, *Food Outlook*, p. 52 – 56. Dans une étude particulièrement importante sur ce sujet, de G. Gorton et K. G. Rouwenhorst, intitulée « Fact and Fantasies about Commodity Futures », (2004) NBER Working Papers 10595, les auteurs montrent que les rendements des portefeuilles de valeurs représentant des matières premières sont en corrélation négative avec les rendements des actions et des obligations, ce qui rend les matières premières tout à fait indiquées pour diversifier les placements.
37. Kaufman, *supra*, note 23, p. 30.
38. La *Commodities futures trading Commission* (CFTC) définit le déport comme une situation où les prix à terme diminuent progressivement avec le temps et avec l'échéance de livraison. Voir le glossaire de la CFTC à l'adresse suivante : [http://cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary\\_b.html#backwardation](http://cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary_b.html#backwardation).
39. La CFTC définit le report comme la situation d'un marché où les cours, pendant les mois qui viennent, augmentent progressivement. Voir le glossaire de la CFTC à l'adresse suivante : [http://cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary\\_co.html](http://cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary_co.html).
40. Wahl, *supra*, note 16, p. 12.
41. M.W. Masters et A.K. White, « How Institutional Investors Are Driving Up Food and Energy Prices » (31 juillet 2008), p. 10. À consulter à : <http://accidentalhuntbrothers.com/index.php?s=%22How+institutional+investors+are+driving+up+food+and+energy+prices%22>.
42. Voir : *Food and Energy Crisis: Time to Rethink Development Policy*, South Centre, (2008) Genève, 2008.
43. Les instruments financiers dérivés négociés de gré à gré ne sont pas négociés sur les bourses des valeurs mais font l'objet uniquement de contrats bilatéraux entre parties privées. Par exemple, des contrats qui sont structurés de façon unique ou particulièrement compliquée sont généralement négociés de gré à gré. De ce fait, ils peuvent passer inaperçus et ne sont donc pas réglementés.
44. Mittal, *supra* note 6, p. 21.
45. Au début de 2008, 85 % à 90 % des investisseurs institutionnels cherchant à investir dans les matières premières l'ont fait en participant à des swaps négociés de gré à gré avec des opérateurs de fonds indexés sur les matières premières dans les banques de Wall Street; voir G. Epstein, « Commodities: Who's Behind the Boom? » (31 mars 2008), *Barrons*.
46. Masters et White, *supra* note 41, p. 9.
47. T. Kerckhoffs, R. van Os, M. Vander Stichele, « Financing Food: Financialisation and Financial Actors in Agriculture Commodity Markets » (avril 2010) *SOMO paper*, p. 7. CNUCED, *The Global Economic Crisis: systemic failures and multilateral remedies* (New York et Genève, 2009).
48. Banque des règlements internationaux, « Semiannual OTC Derivatives statistics at end-June 2007 » (2007); Newman, *supra*, note 34, p. 8.
49. Kerckhoffs *et al*, *supra* note 47, p. 7. Voir aussi D. Domanski et A. Heath, « Financial Investors and Commodity Markets » (2007) *BIS Quarterly Review*, p. 53 – 68.
50. Commission européenne, « *Is there a Speculative Bubble in Commodity Markets?* », *supra*, note 27, p. 7. Voir également le Rapport du Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation, *Building resilience: a human rights framework for world food and nutrition security (20 juillet 2009)* (A/HRC/12/31), (« *Building resilience* ») par. 41, p. 23.
51. Une étude commandée par PIMCO, l'opérateur géant sur obligations, dit ceci : « Nous estimons que les matières premières offrent un rendement naturel qui n'est pas subordonné à l'habileté. À cela s'ajoute le fait que les matières premières sont les éléments de base d'une société, et nous estimons que les matières premières sont une classe d'actifs unique en son genre et doivent être traitées comme telles ». Ibbotson Associates (étude commandée par PIMCO), « *Strategic Asset Allocation and Commodities* » (27 mars 2006), p. 4.
52. Voir *supra*, note 36.
53. D. Kesmodel, L. Etter et A.O. Patrick, « Grain Companies Profits Soar As Global Food Crisis Mounts » (30 avril 2008) *The Wall Street Journal*, p. A1 et A14.
54. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, (Pub.L. 111-203, H.R. 4173). La loi a été promulguée par le Président Obama le 21 juillet 2010.
55. G. Meyer et J. Blas, « Commodity trading houses set to slip under Volcker net » (29 janvier 2010), *Financial Times*.
56. S. Nasiripour, « Financial Reform Bill Passes: Banks Keep Derivatives Units, Volcker Rules Softened; House-Senate Conference Passes Financial Reform Bill After Marathon Session » (25 juin 2010) *Huffington Post*. À consulter à l'adresse suivante : [http://www.huffingtonpost.com/2010/06/25/financial-reform-bill-pas\\_n\\_625191.html](http://www.huffingtonpost.com/2010/06/25/financial-reform-bill-pas_n_625191.html).
57. Commission européenne, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* SEC(2010) 1058, SEC(2010) 1059.
58. *Ibid.*, 8.
59. *Ibid.*
60. J. Bunge, « In OTC Battle, CME Sees Success in Commodity Index Swaps » (16 avril 2010) *Dow Jones Newswires*. À consulter à l'adresse suivante : <http://www.nasdaq.com/aspx/company-news-story.aspx?storyid=201004161603dowjonesdjonline000741>.
61. Alors que la nouvelle section 4a) c) du *Commodities Exchange Act* dispose que ... par des règles, un règlement ou un ordre la CFTC établira des limites sur le montant des positions, ainsi qu'il conviendra ..., l'Article 44 4) du Règlement proposé dispose que ... "les contreparties centrales tiennent compte de leur exposition globale au risque de crédit de débiteurs individuels pour prendre leurs décisions en matière d'investissement et font en sorte que leur exposition globale vis-à-vis de tout débiteur individuel ne dépasse pas un degré de concentration acceptable".
62. S. Amann et A. Jung, « Speculators Rediscover Agricultural Commodities » (29 juillet 2010) *Spiegel*. À consulter à l'adresse suivante : <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,708765,00.html>.

63. Michel Barnier, Commissaire européen au marché intérieur, a fait plusieurs fois des déclarations dans ce sens. Voir Parlement européen, News, (12 janvier 2010), : [http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress\\_page/008-67167-012-01-03-901-20100112IPR67166-12-01-2010-2010-false/default\\_en.htm](http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress_page/008-67167-012-01-03-901-20100112IPR67166-12-01-2010-2010-false/default_en.htm); ainsi que Francine Lacqua et Hélène Fouquet, « EU's Barnier Pledges Derivatives and Hedge Fund Regulations » (4 juillet 2010) *Bloomberg*. À consulter à l'adresse suivante : <http://www.businessweek.com/news/2010-07-04/eu-s-barnier-pledges-derivatives-and-hedge-fund-regulations.html>.
64. B. Hall, « France steps up tougher rules campaign » (31 août 2010) *Financial Times*.
65. T. Lines, « Regulating Speculation in Food Commodities », (avril 2010) *World Development Movement*, p. 3.
66. La CFTC distingue entre les opérateurs « commerciaux » traditionnels qui se protègent contre un risque commercial authentique et les opérateurs « non commerciaux », principalement soucieux de spéculation ou d'investissement à long terme.
67. Financial Services Authority et H.M. Treasury, *Reforming OTC Derivative Markets: A UK Perspective* (2009), paragraphe 9.19.
68. *Ibid.* Au paragraphe 9.21, cette étude indique que ... la majorité des commentateurs sont parvenus à la conclusion que les mouvements des cours des matières premières ne peuvent s'expliquer uniquement par les activités d'une classe unique d'investisseurs et peuvent être principalement attribués à des facteurs qui concernent l'ensemble du marché. Nous sanctionnons ces conclusions... Mais cet argument ne tient pas compte du cas où « une classe d'investisseurs » pourrait amplifier les effets causés par d'autres investisseurs. Voir également Lines, « Regulating Speculation in Food Commodities », *supra*, note 65, p. 2.
69. Voir : « Faire de la crise un atout », *supra*, note 1, par. 38, p. 22, Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation.
70. La Bourse des matières premières de l'Éthiopie a conçu un ensemble de contrats au comptant qui sont structurés tout comme les contrats à terme, avec une marge de 100 % pour une livraison immédiate, ce qui limite considérablement les possibilités de spéculation... : Eleni Z. Gabre-Madhin, « Structured Commodity trade and Price Volatility: Are Commodity Exchanges the Solution, or the Problem? » (15 juin 2010) *Communication à la FAO*, Rome, p. 4.
71. Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation : « Faire de la crise un atout », *supra*, note 1, par. 28, 21.
72. *Ibid.* par. 14, 9.
73. Rapport de la Commission Abhijit Sen, *supra*, note 34, par. 11.11 – 11.12.
74. *Ibid.*, par. 11.8.
75. Lines, « Regulating Speculation in Food Commodities », *supra*, note 65, p. 8: ... certains fonds spéculatifs, comme d'autres, prennent désormais livraison de quantités physiques – et pas seulement l'or ...
76. Rapport du Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation, *Mission à l'Organisation mondiale du commerce*, (25 juin 2008) *AI HRC/10/5/Add.2*, par. 42, 20.
77. Le Rapporteur spécial a également proposé la création d'une réserve d'urgence qui permettrait au Programme alimentaire mondial (PAM) de satisfaire les besoins humanitaires urgents en distribuant des céréales acquises aux prix d'avant la crise : voir Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation, « Faire de la crise un atout » *supra*, note 1, par. 39, p. 22.
78. FAO, *Management of Wide International Commodity Price Movements – National and International Experiences and Policy Responses* (avril 2010) Comité des problèmes des produits de base, soixante-huitième session, 14–16 juin 2010, Rome, CCP/04, par. 20, p. 8. Voir également : CNUCED/GDS/2009/1, p. 38; et Rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation, *Faire de la crise un atout*, *supra* note 1, par. 39, p. 22 et 23.
79. Le *Système de stabilisation des recettes d'exportation* a été créé en 1975 à l'intention des pays ACP (Afrique, Caraïbes et Pacifique). La condition d'admission était une baisse de 6,5 % des recettes d'exportation dans les échanges avec l'Union européenne dans le secteur concerné, ce chiffre étant mesuré sur une moyenne de quatre ans. Après l'Accord de Cotonou, en 2000, STABEX a été remplacé par FLEX (Fluctuations des recettes d'exportation), programme qui impose des critères d'admission plus rigoureux et prend en compte une batterie d'indicateurs économiques.
80. La Facilité de financement compensatoire du FMI n'est plus guère utilisée depuis 2010 en raison des conditions trop rigoureuses d'accès. En revanche, plusieurs pays frappés par la crise alimentaire de 2007-2008 se sont tournés vers la Facilité pour les chocs exogènes afin de remédier aux effets d'une balance des paiements déficitaire ou d'une pénurie de réserves internationales. Voir FAO, *Management of Wide International Commodity Price Movements*, *supra*, note 78, p. 8 et 9.
81. Voir le communiqué de presse de la FAO : la FAO réduit sa projection de production de blé mais considère que l'offre est adéquate (4 août 2010). À consulter à l'adresse suivante : <http://www.fao.org/news/story/en/item/44570/icode/>.
82. FAO, « Global Cereal Supply and Demand Update » (1er septembre 2010), *FAO/GIEWS Global Watch*, 3.
83. J. C. Hull, *Options, Futures, and Other Derivatives*, (1999) Prentice Hall. *Op. cit.* G. Dhingra, « An Understanding of Financial Derivatives » (2004) *The Chartered Accountant*, p. 976, 977.
84. R. L. McDonald, *Derivatives Markets*, (2003) Prentice Hall. *Op. cit.* Dhingra, *supra* note 83, p. 977.
85. Commission européenne, « Is there a speculative bubble in Commodity Markets », *supra*, note 27, p.
86. Dhingra, *supra*, note 83, p. 977.
87. FAO, « Price surges in food markets: How should organized futures markets be regulated? » *Policy Brief No. 9, Economic and Social Perspectives* (juin 2010), p. 1.

## Remerciements

Le Rapporteur spécial tient à remercier Aravind Ganesh qui l'a aidé à préparer la présente note d'information. En outre, il tient à remercier David Frenk, Jayati Ghosh, Tom Lines, George Rapsomanikis, Steve Suppan et Eric Tollens pour leurs utiles observations sur de premières versions de cette étude.



**Olivier de Schutter** a été nommé Rapporteur spécial des Nations Unies sur le droit à l'alimentation en mars 2008 par le Conseil des droits de l'homme. C'est un expert indépendant de tout gouvernement ou organisation et il rend compte au Conseil des droits de l'homme et à l'Assemblée générale des Nations Unies. Tous ses rapports sont disponibles à l'adresse suivante : <http://www2.ohchr.org/french/issues/food/annual.htm>. Voir à l'adresse <http://www.srfood.org> un classement thématique des rapports et des déclarations du Rapporteur spécial. Le Rapporteur spécial peut être contacté à l'adresse suivante : [srfood@ohchr.org](mailto:srfood@ohchr.org)