

# Le marché des produits agricoles se situe actuellement près d'un niveau plancher

Les indices agricoles devraient enregistrer une performance neutre à négative durant les prochains mois.



GIOVANNI STAUNOVO  
Analyste, UBS Wealth Management

**A**u premier trimestre, les indices agricoles sont le secteur des matières premières qui a affiché les plus mauvais résultats de la classe d'actifs. Pour les prochains mois, on peut s'attendre à une performance neutre à négative. En effet, la reconstitution des principaux stocks de céréales et de graines oléagineuses devrait se traduire par des tendances saisonnières plus marquées en 2015-2016 que ces deux à trois dernières années. Historiquement, les prix du blé et du sucre baissent au premier trimestre, alors que ceux du soja et du maïs augmentent ou restent stables. Cela s'est confirmé en 2015: la performance négative de l'indice étant attribuable en grande partie au sucre. Le blé (Chicago) a également pesé, mais dans une moindre mesure.

Pour la période avril-juin, ce sont traditionnellement les surfaces cultivées aux Etats-Unis et le blé d'hiver qui retiennent l'attention. Un climat favorable au printemps tend à induire une

## LES POSITIONS NETTES VENDEUSES SUR LE BLÉ ET LE SUCRE SE SITUENT D'ORES ET DÉJÀ À DES NIVEAUX RECORD.

sous-performance du blé (Kansas), notamment en juin. La performance du sucre est en général médiocre pendant cette période. Le prix du maïs reste généralement stable en avril-mai et la fin de la récolte américaine pèse sur la dynamique de juin à septembre. Le comportement du soja suit celui du maïs, la faiblesse saisonnière commençant dès juillet. Si les effets de saisonnalité semblent éclairer l'évolution future des prix, les positions spéculatives ajoutent un degré de complexité, notamment en ce qui concerne l'amplitude des fluctuations saisonnières. Les données relatives aux engagements des traders révèlent que les positions nettes vendeuses sur le blé et le sucre sont d'ores et déjà à des niveaux record, ou pas loin. De même, le positionnement vendeur sur le soja et le maïs, sans être extrême, augmente le risque d'une évolution brutale des prix. Sur cette base, le risque de baisse du sucre et du blé semble limité à ce stade, le potentiel de baisse du soja est moyen, mais plus marqué pour le maïs. Compte tenu des facteurs saisonniers et des positions à terme, le soja et le maïs sont probablement à éviter. On peut s'attendre à une augmentation des ensemencements en soja aux Etats-Unis et à des préférences en faveur des fournisseurs d'Amérique latine, dont les coûts sont moins élevés. La pression sur les prix de la farine de soja va également s'intensifier.

Côté maïs, le marché est influencé principalement par le faible niveau de la demande à usage fourrager, d'où une augmentation des stocks à la fin d'années passées. Sans compter le niveau quasi-record de la seconde récolte au Brésil et l'activisme accru de l'Ukraine et de l'Argentine sur les marchés à l'exportation. Le tout accompa-

gné d'une légère augmentation de la rentabilité des activités de mélange d'éthanol.

L'impact des facteurs climatiques saisonniers sur la récolte américaine réclame de rester vigilant. Mais le risque est désormais plutôt celui d'une baisse des prix. Côté blé, si les perspectives de récolte s'améliorent aux Etats-Unis, le retour éventuel d'un phénomène climatique de type El Niño (qui accroît les risques pour la récolte australienne), et le niveau quasi-record des positions vendeuses spéculatives génèrent des risques importants. En février et en mars, les denrées ont affiché des performances médiocres: la valorisation de la monnaie brésilienne a fortement nui aux prix du café arabica et du sucre. Les prix actuels de l'arabica ne reflètent d'ailleurs que partiellement le risque d'un impact négatif résiduel de la sécheresse de l'an dernier sur les rendements de cette année.

A un horizon de trois mois, les prix semblent avoir touché un plancher à un nouveau prix d'équilibre pour les producteurs brésiliens. Cela étant, la demande reste médiocre en raison de la faiblesse des marges de raffinage du sucre blanc. Les rabais indiens visant à favoriser les exportations, ainsi que la disponibilité du sucre thaïlandais, se traduisent par une augmentation de l'offre sur un marché déjà affaibli au premier semestre 2015. Le coton semble plus prometteur. Les stocks chinois sont certes énormes, mais ils sont indisponibles actuellement du fait de l'élargissement du marché et leur qualité est sujette à caution. Les prix pourraient être soutenus par les baisses attendues de surfaces cultivées aux Etats-Unis et des réductions similaires en Chine, en Inde et au Brésil. ■



DR THIERRY AMY, Associé BCCC Avocats Sàrl, Genève-Lausanne

## EN DROIT

# Matières premières et contrôle des positions nettes

La mise en œuvre de limites de positions nettes dans le domaine du négoce des dérivés sur matières premières représente une gageure.

Lors de la session d'été actuelle, les Chambres fédérales mènent la discussion par article du projet de Loi fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF). Inspirée directement d'EMIR («European Market Infrastructure Regulation») entré en vigueur le 16 août 2012 au niveau des Etats membres de l'Union européenne, ainsi que du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act américain du 21 juillet 2010, cette nouvelle loi vise à réglementer le négoce de dérivés, y compris de gré à gré. Elle trouvera plus particulièrement application dans le domaine du négoce des dérivés sur matières premières, dont la Suisse est actuellement une importante place mondiale. Bien qu'aucune plateforme de négoce de tels dérivés n'existe actuellement dans notre pays – la LIMF ne prévoyant au demeurant aucune obligation d'effectuer de telles opérations par l'intermédiaire d'une plateforme –, à la surprise générale des milieux concernés, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil des Etats (CER-E) a proposé à son conseil d'inscrire dans la LIMF une disposition permettant au Conseil fédéral d'assortir les dérivés sur matières premières de limites de positions. Concrètement, la CER-E a proposé d'introduire dans la LIMF deux nouveaux articles 116a et 116b introduisant d'une part des limites sur la taille d'une position nette qu'un négociant peut détenir et fixant d'autre part les conditions de la surveillance qui devra être exercée à cet effet par les plateformes de négociation suisses. La compétence de fixer les limites de positions pour les différents dérivés sur matières premières est, quant à elle, confiée à la FINMA.

Approuvée à une large majorité par le Conseil des Etats, principalement pour des motifs liés à la préservation de la réputation de la place financière

suisse et par souci servile d'être en conformité avec la réglementation internationale actuellement en vigueur, cette modification doit encore faire l'objet d'une ultime discussion auprès du Conseil national pour être définitivement acceptée. Cette divergence devrait, selon toute vraisemblance, être levée, bien que cette modification de dernière minute n'ait fait l'objet d'aucune consultation des milieux concernés contrairement aux procédures habituelles et que ni le Conseil fédéral, ni la FINMA n'aient pu être associés à la rédaction de ce texte.

Mais que penser de cette modification de dernière minute et de sa mise en œuvre pratique par le Conseil fédéral ainsi que la FINMA? Lors des débats, le Conseil des Etats s'est prévalu de ce que l'introduction d'une telle obligation de contrôle s'imposait en tant que standard international, prenant pour acquis que de telles réglementations étaient déjà en vigueur à l'étranger et avaient fait la preuve de leur efficacité. Certes, tant la réglementation européenne en la matière (MiFID 2 et MiFIR entrés en vigueur en 2014) qu'américaine prévoient le principe de limites sur la taille des positions nettes. Aujourd'hui toutefois, aucune de ces réglementations ne déploie ses effets. Pire, les autorités chargées de fixer les critères pour déterminer les limites de positions nettes (ESMA dans l'Union Européenne et CFTC aux Etats-Unis) n'ont pas encore établi les règlements à cet effet (permettant aux autorités législatives compétentes de leur pays de légiférer) et ne sont pas prêtes de le faire vu la complexité de la tâche. La situation qui prévaut aux Etats-Unis illustre particulièrement bien la gageure que représente la mise en œuvre d'une telle surveillance. Alors que le 21 juillet 2010, le Président Obama approuvait le principe des limites de position et le 18 octobre 2011, la

CFTC émettait les règles finales d'application, le 28 septembre 2012, la U.S. District Court for the District of Columbia, sur requête de l'ISDA et de la SIFMA, rendait un jugement annulant les règles finales édictées par la CFTC au motif que celle-ci n'avait pas fait la démonstration économique que de telles limites de positions étaient «nécessaires» pour diminuer, éliminer ou prévenir la spéculation sur le marché des dérivés sur matières premières. En d'autres termes, la CFTC ne donnait pas une définition claire de ce qu'il fallait entendre par la spéculation sur de tels marchés et ne démontrait pas que les critères qu'il avait fixés étaient «appropriés» pour la prévenir utilement et efficacement. Immédiatement après cet arrêt, la CFTC a entrepris une large consultation des milieux concernés, étude qui n'est toujours pas terminée à ce jour, ce qui fait que cette réglementation n'est toujours pas appliquée. Certains doutent même que ce travail puisse un jour aboutir à une solution satisfaisante. Or, l'article 116a LIMF fixe les mêmes conditions de nécessité et d'efficacité. Un travail similaire à celui de la CFTC devrait donc être effectué par le Conseil fédéral et la FINMA. Autant dire que la tâche pourrait s'avérer complexe et colossale pour des autorités peu accoutumées aux marchés des matières premières.

Vu sa complexité, cette réglementation, à l'instar de ses modèles étrangers, risque donc de rester lettre morte faute de pouvoir démontrer son utilité et son applicabilité dans le négoce réel. Et même si un jour il devait être possible de le démontrer, n'assisterions-nous pas encore à la naissance d'un nouveau monstre juridique dont la mise en œuvre sera tellement coûteuse pour les acteurs du marché qu'il finira par tuer tout business? Il est parfois de certains vœux politiques qu'il vaut mieux ne pas réaliser. ■