

JUILLET 2022

**ANALYSE DES DONNEES DE POSITION
MIF 2 SUR LES DERIVES DE MATIERES
PREMIERES : QUI SONT LES ACTEURS ET
QUEL EST LEUR POIDS SUR LE SEGMENT
MATIF DES DERIVES AGRICOLES ?**

INTRODUCTION

La directive MIF 2 a introduit des limites et un régime de déclaration spécifique pour les positions sur instruments dérivés sur matières premières avec pour objectif de prévenir les abus de marché, de favoriser une cotation et un règlement ordonnés et efficaces, et d'assurer la convergence entre les prix au comptant et dérivés. L'AMF a souhaité mettre à profit son accès renforcé aux données sur dérivés de matières premières pour publier une étude concernant le principal marché de dérivés de matières premières sous sa supervision : le Matif.

Cette étude vise à mieux comprendre le poids des différents types de clients finaux sur les marchés du blé, du maïs et du colza, en mettant un accent particulier sur la distinction entre opérateurs financiers (entreprises d'investissement, fonds et autres institutions financières) et acteurs commerciaux (notamment agriculteurs, organismes stockeurs, industriels).

Cette analyse des nouvelles données MIF 2 sur la période 2018-2021 fait ressortir le poids important des commerciaux dans la position ouverte sur le segment des dérivés de matières premières d'Euronext, ces acteurs détenant la moitié des positions - l'autre moitié étant détenue par les différents types d'acteurs financiers. Aux Etats-Unis, la catégorie des acteurs commerciaux est comparativement beaucoup plus faible (26%). Les données MIF 2, en permettant de distinguer l'activité de couverture de l'activité spéculative des commerciaux, jette par ailleurs une lumière nouvelle sur l'activité de ces acteurs.

Sur la période plus récente, l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022 a provoqué une importante hausse des cours et de la volatilité. Dans ce nouveau contexte, qui fait l'objet dans la présente étude d'un développement spécifique, la position ouverte a continué de croître marginalement en dépit de la hausse des appels de marges, et demeure proche de son niveau d'il y a un an. Depuis le déclenchement du conflit, la part des acteurs financiers dans la position ouverte a augmenté, notamment côté acheteurs, mais reste là-encore proche de son niveau observé un an auparavant. Au sein des acteurs financiers, la catégorie des entreprises d'investissement a vu ses positions nettes cumulées changer leur orientation historiquement courte vers une orientation longue.

L'étude met enfin en évidence certains angles morts et failles du nouveau régime de régulation des dérivés de matières premières, notamment pour ce qui est du manque de granularité des déclarations effectuées par les acteurs des pays tiers ou l'imprécision du *COT report* européen, en ce qu'il ne permet pas de distinguer l'activité des « Commodity Index Traders ».

1. Fonctionnement, valeur ajoutée et limites du régime de déclaration et de publication de positions

MIF 2 a introduit un régime de déclaration de positions spécifique aux dérivés de matières premières afin de permettre, d'une part, la surveillance du respect des limites de position et, d'autre part, d'augmenter la transparence sur les marchés des matières premières. L'article 58 de MIF 2 impose ainsi aux membres de marché et entreprises d'investissement à déclarer à Euronext les positions qu'ils détiennent sur les dérivés de matières premières listés sur la plateforme, ainsi que la position de leurs clients, des clients de leurs clients et ce jusqu'au client final. Ces déclarations, qui sont centralisées par Euronext avant d'être transmises à l'AMF, permettent à la plateforme d'assurer ses contrôles et de publier un rapport hebdomadaire sur les positions par catégorie de détenteurs de position¹ (à l'instar du « *Commitment Of Trader (COT) report* » mis en œuvre par la CTFC dès 1962).

Ce rapport rend publiques les positions agrégées sur les dérivés de matières premières détenues par différentes catégories d'intervenants :

- **Entreprises d'investissement² ou établissements de crédit³.**

¹ <https://live.euronext.com/products/commodities>

² Définies dans l'article 4 de la directive 2014/65/CE comme « toute personne morale dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel ».

³ Au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1), du règlement (UE) no 575/2013.

- **Fonds d'investissement**, qu'il s'agisse d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPVCM)⁴ ou de gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.
- **Autres établissements financiers**, y compris les entreprises d'assurance et les entreprises de réassurance⁵, ainsi que les institutions de retraite professionnelle⁶.
A la lumière de cette étude, la catégorie « autres établissements financiers » s'avère regrouper principalement des opérateurs financiers non européens mais peut inclure des acteurs finaux (non identifiés) appartenant potentiellement d'autres catégories (cf. infra).
- **Entreprises commerciales**, catégorie qui n'est pas explicitement définie dans MIF 2 et qui est ici comprise comme regroupant les entités non financières dont l'activité est principalement commerciale mais aussi toutes les entités ne pouvant être classées dans les catégories financières précédemment citées⁷. Dans le cas des dérivés de blé objets de l'étude, la catégorie regroupe des organismes de stockage (coopératives ou négociants), des industriels (meuniers, amidonniers, alimentation du bétail) ou des agriculteurs.

Le « COT report » introduit par MIF 2 permet ainsi une transparence inédite sur les dérivés de matières premières européens, en mettant en évidence le poids des différentes catégories d'intervenants sur le marché et leur évolution.

Le COT européen offre par certains aspects une information enrichie vis-à-vis du COT de la CFTC, en fournissant une vision exhaustive des positions détenues par les différentes catégories de participants quand le COT américain ne couvre que la portion des positions dépassant le seuil d'obligation de déclaration (ce qui ne fournit la visibilité que sur un cumul correspondant à 80% de la position ouverte dans le cas du contrat blé Chicago). Le COT européen permet par ailleurs de distinguer les positions détenues pour couverture des positions hors couverture, notamment pour entreprises commerciales⁸ (associées par la suite à la notion de « positions spéculatives »).

Néanmoins le régime européen de transparence souffre d'écueils notables :

- La granularité de la classification utilisée dans le COT européen est insuffisante pour permettre de distinguer, parmi les fonds, les acteurs mettant en œuvre des stratégies de bêta ou d'indexation passive vis-à-vis de *benchmark long-only* (tels que les S&P GSCI, Bloomberg Commodity index ou ICE BAML Commodity index) des acteurs mettant en œuvre des stratégies alpha plus dynamiques (stratégie de rendement absolu de type *momentum, index factoring, carry*, volatilité). La singularité du comportement et le poids particulièrement important des fonds indiciels sur le marché du blé à Chicago, où les *commodity index traders* (CIT) représentent 43% de la position longue et 25% de la position totale, semblent pourtant plaider pour l'intérêt d'une comptabilisation distincte de leurs positions, même si la catégorie des fonds est encore faible en Europe (4%).
- **Les positions déclarées comme appartenant à la catégorie « autres institutions financières » (21% de la position ouverte, cf. infra) semblent représenter un large angle mort de la transparence.** En effet, pour cette catégorie d'investisseurs, les positions totales sont bien comptabilisées mais les éventuels détenteurs finaux derrière ces intermédiaires ne sont pas identifiés car l'obligation pour un acteur d'identifier sa position ainsi que celle de ses clients directs s'arrête pour la dernière entreprise d'investissement le long d'une chaîne d'intermédiation⁹. Ainsi, dès lors que le client d'une autre institution financière est un acteur non agréé en Europe (par exemple un acteur financier d'un pays tiers), la chaîne de déclaration est interrompue. Aussi est-il probable qu'une partie non déterminée des positions apparaissant comme détenues par la catégorie « autres institutions financières » corresponde

⁴ Au sens de l'article 2, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE.

⁵ Au sens de la directive 2009/138/CE.

⁶ Au sens de la directive 2003/41/CE.

⁷ Le COT prévoit également une catégorie « opérateurs soumis à des obligations de conformité en vertu de la directive 2003/87/CE » qui ne s'applique que dans le cas des quotas d'émissions ou des instruments dérivés sur ceux-ci et qui n'est pas à propos dans le cadre de cette note.

⁸ L'article 7 du règlement délégué du 01/12/16 offre aux acteurs deux définitions possibles pour la couverture : l'une, générale, basée sur la réduction des risques, l'autre équivalente aux « contrats de couverture » des IFRS.

⁹ En effet, au sens de MIF2, un non financier ne peut pas avoir de client, la notion de client n'étant définie que par rapport à une entreprise d'investissement.

à des positions détenues *in fine* par d'autres catégories d'acteurs telles que les entreprises commerciales.

- Le COT publié par Euronext souffre d'imprécisions (cf. infra) liées à l'absence d'obligation de classification des clients finaux par ses membres¹⁰.

2. Analyse des déclarations de position par catégorie d'acteurs

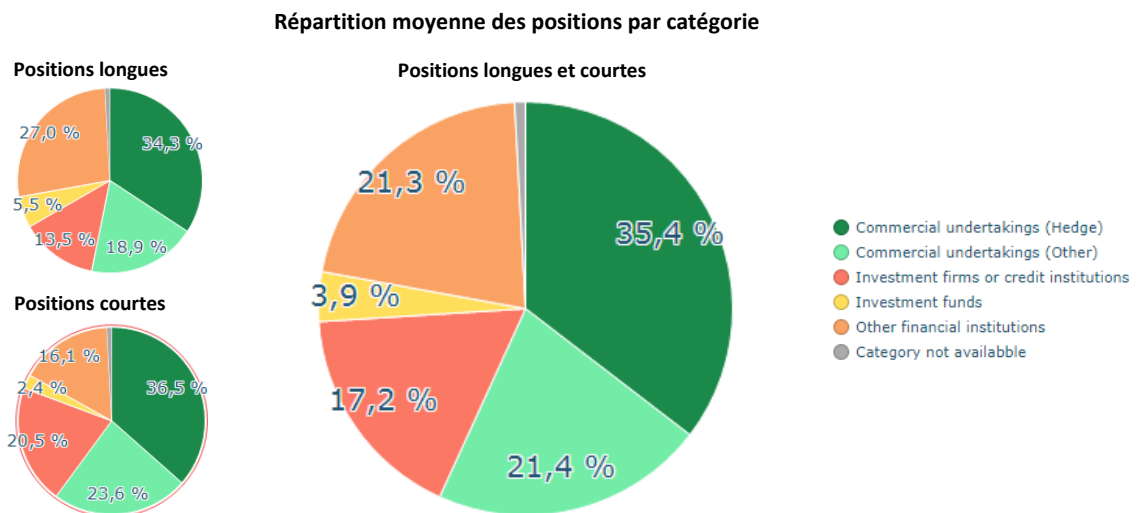
Afin de pouvoir apprécier l'impact des différents types d'opérateurs sur les positions, les déclarations de position par détenteurs finaux reçues quotidiennement par l'AMF ont été croisées avec une table de correspondance fournie par Euronext donnant pour chaque détenteur sa catégorie. Ces données de classification ont fait l'objet d'un retraitement par l'AMF en cas de donnée manquante ou manifestement erronée. Les données ont par ailleurs été retraitées pour éliminer les problèmes de doublons lorsque cela était possible sans perte d'information¹¹.

L'étude se concentre en premier lieu sur le contrat sur blé compte tenu de son poids prépondérant en termes de positions et de volumes échangés au sein des dérivés agricoles négociés sur le Matif (Euronext). Certaines observations spécifiques aux contrats sur colza et maïs sont néanmoins relevées lorsqu'en particulier leurs positions présentent des caractéristiques sensiblement différentes de celles observées sur le blé. Pour un sous-jacent donné (i.e. blé, colza ou maïs), les positions regroupent celles prises directement sur les futures ainsi que celles prises sur les options portant sur ces futures (alors valorisées en delta équivalent, également issu de la déclaration).

2.1. Positions déclarées sur les contrats Blé

2.1.a. Répartition des positions brutes entre catégories d'acteurs

Les graphes ci-dessous indiquent la répartition moyenne des positions détenues par catégorie d'acteurs, en distinguant celles déclarées par les entreprises commerciales comme couverture. Cette moyenne est effectuée sur toute la période d'observation, i.e. de janvier 2018 à décembre 2021, à partir des pourcentages quotidiens détenus par chaque catégorie. Les 3 graphes portent respectivement sur les positions longues, courtes et les deux cumulées en valeur absolue.



¹⁰ En effet MIF 2 impose la publication hebdomadaire d'un COT détaillant les positions détenues par catégorie d'intervenants par l'entreprise de marché mais n'impose pas aux membres de marché sur qui repose l'obligation de déclaration des positions quotidiennes d'affecter une catégorie à leurs clients.

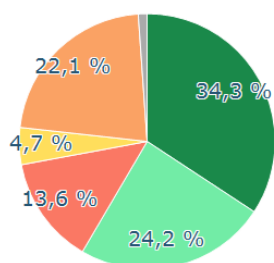
¹¹ Lorsqu'un membre de marché adhérent compensateur détient une position pour le compte d'un client membre de marché, les deux opérateurs ont des obligations de déclaration, ce qui crée des doublons de déclaration. Par ailleurs, la possibilité laissée par Euronext aux entreprises commerciales de déclarer elles-mêmes leurs positions (afin de ne pas avoir à divulguer à leur prestataire de service d'investissement la nature couverture ou non-couverture de leurs positions de marché) alimente également ce phénomène de doublon.

Entre 2018 et 2021, **les commerciaux détenaient en moyenne journalière 57% des positions** (53% des positions longues et 60% des positions courtes) **tandis que les acteurs financiers détenaient les 43% restant des positions** (avec 17% des positions détenues par les entreprises d'investissements, 4% par les fonds et 21% par les autres institutions financières).

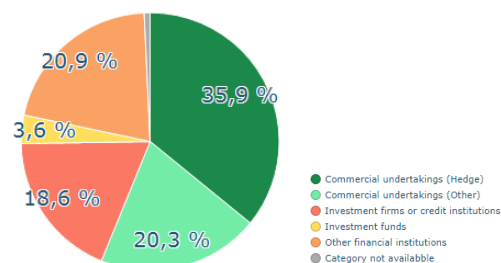
Il est à noter que les entreprises commerciales, seule catégorie habilitée sur la période analysée à déclarer une position comme couverture, déclarent 62% de leurs positions comme correspondant à une activité de couverture. Cette ventilation, effectuée par l'AMF directement à partir des données déclarées, est sensiblement différente de celle obtenue sur la base du COT d'Euronext selon lequel les commerciaux détiendraient 4/5 des positions qui ont pu être affectées. Cet écart est lié au retraitement effectué par l'AMF en cas de données manifestement erronées sur le fichier de correspondance entre les détenteurs finaux et leur catégorie fournie par Euronext.

L'analyse par maturité (graphiques ci-dessous) révèle que les entreprises commerciales détiennent 58% de la position *spot* sur le blé Euronext et 56% de la position sur les autres mois, des proportions très proches qui évoluent relativement peu sur la période observée.

Positions sur la 1^{ère} échéance

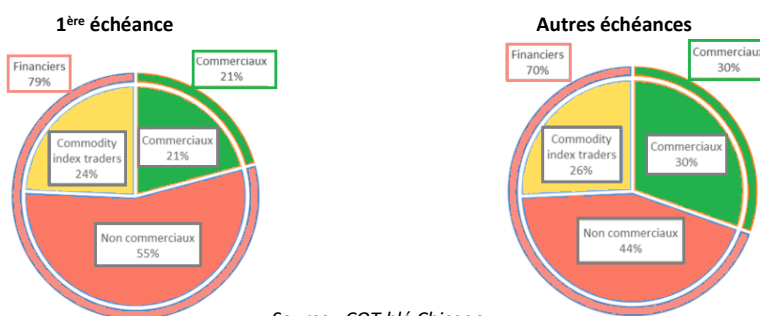


Positions sur les autres échéances



Ce poids prépondérant des commerciaux dans les positions détenues sur le contrat de blé européen contraste très nettement avec la situation sur le blé Chicago où, d'après les COT publiés par la CFTC (graphiques ci-dessous), les commerciaux détiennent 26% de la position ouverte (21% de la position sur le *spot* et 30% sur les autres mois) et les financiers 74% de la position ouverte (dont 79% du *spot* et 70% des autres mois).

Positions du blé Chicago



Source : COT blé Chicago

Les acteurs financiers sont également largement majoritaires en nombres d'opérateurs à Chicago (avec 1 418 opérateurs¹² contre 366 en Europe) contrairement sur Euronext où les commerciaux prédominent (cf. tableau).

Nombres d'intervenants déclarant			
Blé Euronext		Blé Chicago	
Commerciaux	529	Commerciaux	326
EI	32	Non commerciaux	1 356
Autres financiers	124		
Fonds	210	Fonds indiciels	62
Total	895	Total	1 744

¹² Pour les US, ces nombres sont des minorants car seules les positions supérieures à un seuil sont déclarées (cf. supra).

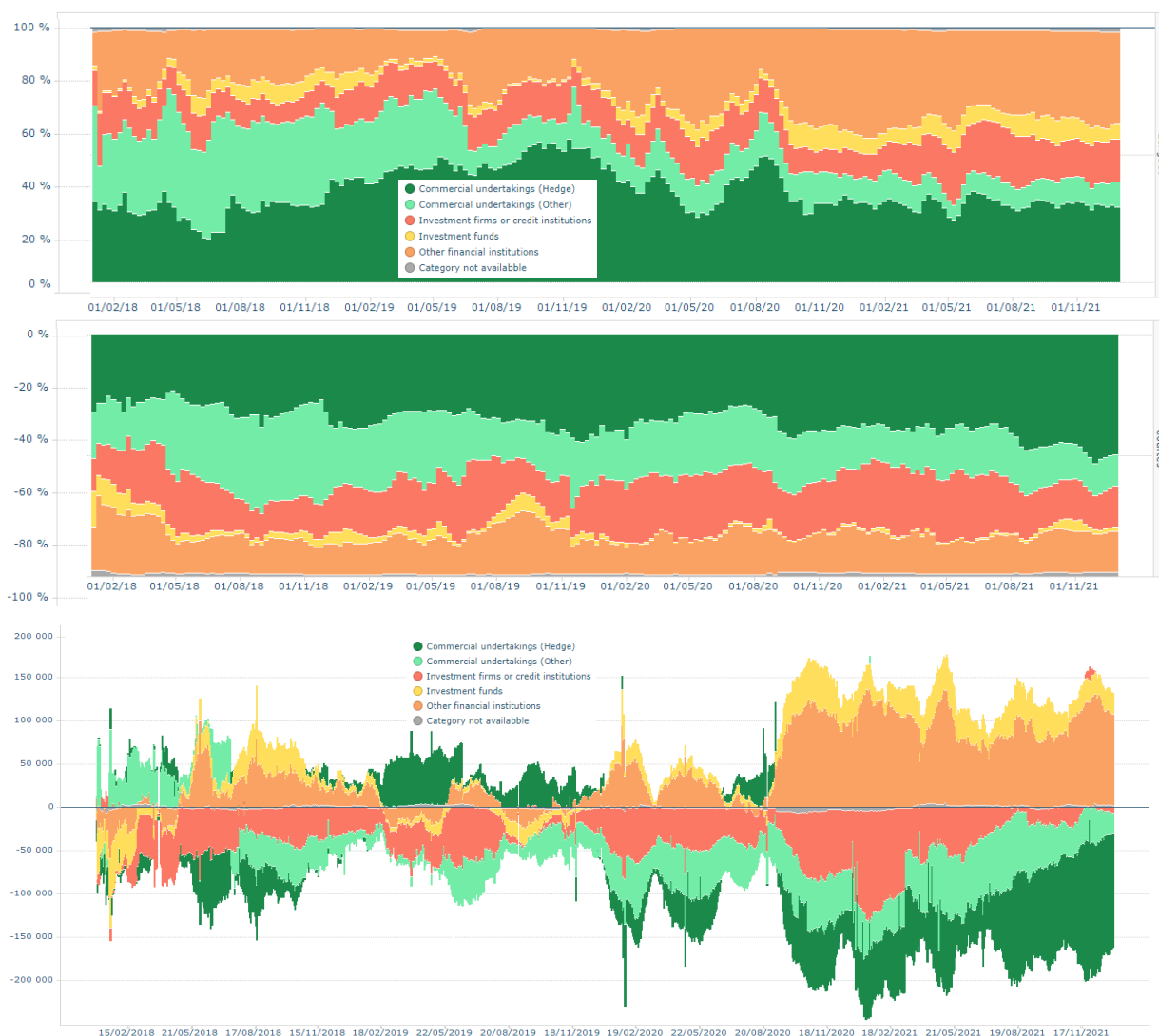
Ainsi, contrairement à la situation constatée sur le blé Chicago, les entreprises commerciales sont prépondérantes dans les positions sur le contrat du blé Euronext et ce, sur les échéances rapprochées comme éloignées.

2.1.b. Orientation courte ou longue par catégorie d'intervenants

Les trois graphes ci-dessous présentent l'évolution hebdomadaire, entre 2018 et 2021, de la répartition des positions déclarées sur les contrats blé du Matif par catégorie d'acteurs.

- Les deux premiers graphes, en pourcentage, se basent sur les positions brutes, longues et courtes. Le total des positions longues (ou des positions courtes), qui correspond à la position ouverte, figure en annexe.

Le troisième graphe nettes quant à lui les positions courtes et longues de chaque catégorie d'acteurs.



Comme le montrent ce dernier graphe, les commerciaux détiennent généralement des positions nettes courtes. Ce résultat est cohérent avec l'activité de couverture recherchée par différents types d'acteurs de la filière. Par exemple, lorsqu'un organisme collecteur de grains (OS) achète des denrées à un agriculteur, dans la plupart des cas, il n'a pas encore trouvé de client industriel auquel vendre cette marchandise. Ainsi, il doit avancer le paiement à l'agriculteur et il doit mettre en place un mécanisme pour se protéger du risque de variation du prix dans l'attente de trouver un client. L'OS sécurise la vente à terme de son stock grâce à une position courte en futures. Cette position ainsi s'appréciera et compensera la moindre valeur de sa marchandise si les cours venaient à fléchir. A l'inverse, en cas de hausse des cours, cette position en futures affichera une valorisation en

mark-to-market perdante, qui expose son détenteur à de nouveaux appels de marge par la chambre de compensation jusqu'au déboucement de sa position. Cette situation s'est révélée particulièrement problématique pour un certain nombre d'acteurs au cours de la flambée des cours déclenchée par la guerre en Ukraine (cf. infra). Les producteurs quant à eux partagent des enjeux similaires sur la vente de leur production future, souhaitant éventuellement pouvoir retenir un niveau de prix avantageux en amont de leur récolte grâce à une position courte de futures.

Alors que les positions nettes des commerciaux, et notamment celles déclarées au titre de couverture, présentaient jusqu'à la campagne 2019/2020 une certaine cyclicité avec une alternance de positions longues et courtes, la campagne 2020/2021 a vu se consolider leurs positions courtes à des niveaux durablement élevés et même toujours en croissance pour les couvertures.

Les entreprises d'investissement affichent généralement des positions nettes courtes. Cette orientation pourrait refléter l'activité des swap dealers qui permettent à leurs clients notamment commerciaux de prendre une exposition courte au travers d'un swap, couvert chez le swap dealer par une position en futures également courte. Cette orientation courte des positions semble s'estomper au cours de l'année 2021, qui coïncide avec une phase de hausse soutenue des cours du blé. Cette évolution des positions semble également s'expliquer par la présence plus marquée lors de cette période d'entreprises d'investissement servant des clients non européens menant des stratégies directionnelles.

Les fonds demeurent généralement longs comme le montrent leurs positions nettes cumulées, mais 42% de leurs positions brutes sont courtes, ce qui indique que ces acteurs ne s'engagent pas uniquement dans des stratégies de bêta i.e. d'indexation vis-à-vis de *benchmark long-only* mais aussi dans des stratégies *long-short* du type *relative value* (long d'un actif sous valorisé et short d'un actif survalorisé) ou des *trades* de pente sur la courbe par exemple.

A l'instar des fonds, les autres institutions financières détiennent des positions nettes durablement longues. Cette catégorie est structurellement plus difficile à appréhender compte tenu de son hétérogénéité due aux limites du *reporting* précédemment mentionnées notamment au-delà de l'Union Européenne. Cette zone d'ombre sur la nature exacte des détenteurs finaux provenant de pays tiers est d'autant plus problématique que leurs positions ont considérablement cru depuis fin 2020.

Impacts du conflit russo-ukrainien

L'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24/02/2022 a profondément impacté le marché des céréales, les deux protagonistes comptant parmi les plus gros exportateurs.

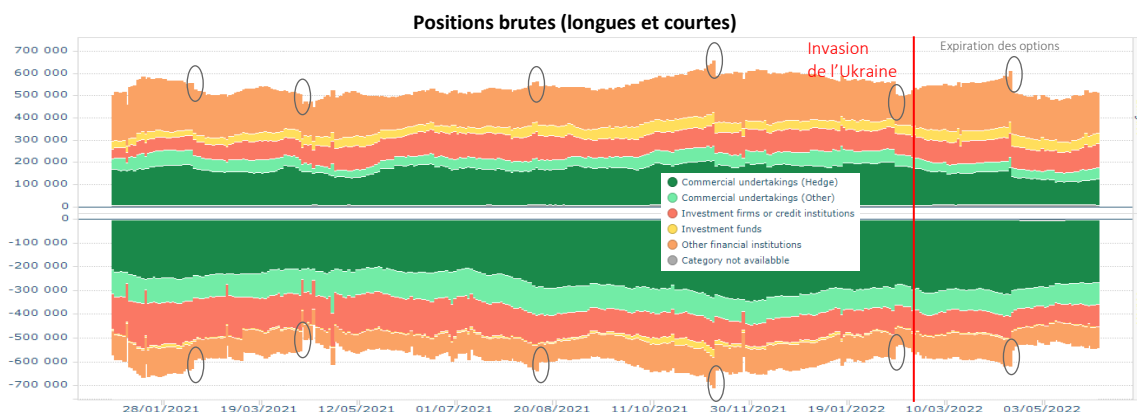
Alors que les prix évoluaient déjà sur des niveaux historiquement élevés, soutenus par une demande dynamique liée à la reprise post-covid (+20% pour le blé Matif au cours des 12 derniers mois précédant l'invasion), **le conflit a relancé une nouvelle hausse des cours**. Dans un contexte d'équilibre entre offre et demande particulièrement tendu, les cours demeurent très volatiles et réagissent violemment aux différentes nouvelles (annonce par l'Inde d'une suspension de ses exportations, vague de sécheresse touchant plusieurs producteurs, discussions sur une éventuelle reprise des exportations ukrainiennes par la mer, etc.).

Face à cette volatilité, les chambres de compensation ont accru leurs marges initiales, requérant pour les détenteurs de positions de futures ou d'options listées de mobiliser d'importantes liquidités. **Cette contrainte a-t-elle eu pour effet de dissuader les participants d'accéder au marché et de limiter leurs opérations, notamment de couverture ?**

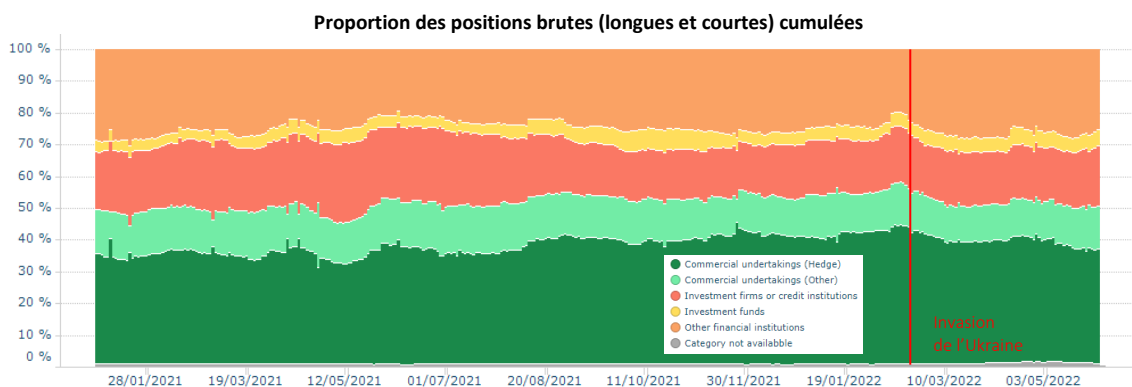
A ce jour, peu d'éléments permettent de confirmer de telles craintes :

- La position ouverte (PO) a continué à croître après les augmentations d'appels de marge, et bien qu'elle se soit légèrement contractée début mai 2022, elle a retrouvé un niveau proche de celui d'il y a un an¹³ (cf. graphe suivant).

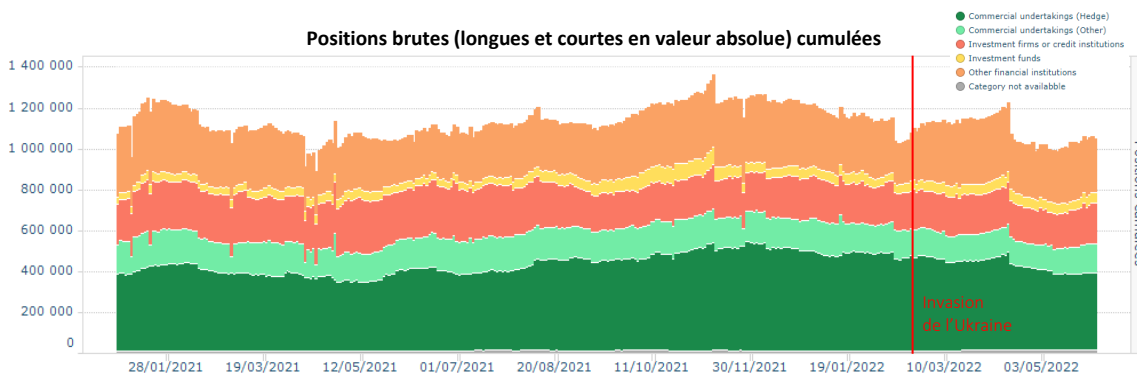
¹³ La PO s'élève à 526 000 lots au 01/06/2022 contre 521 000 au 01/06/2021. En moyenne sur la période ayant suivi l'invasion (du 24/02 au 01/06) la PO s'est élevé à 543 000 lots, contre 527 000 sur la même période l'an dernier.



- La proportion des positions détenues par les commerciaux s'est certes réduite après l'invasion ukrainienne, surtout au cours des 3 premières semaines, mais cette part s'est ensuite stabilisée à un niveau également proche de l'an¹⁴.



- Après l'invasion ukrainienne, les positions en absolu (i.e en lots, non en % de la PO) détenues par les commerciaux ont poursuivi leur diminution engagée depuis décembre 2021 (surtout les positions longues de couverture) mais se sont renforcées depuis mi-mai et atteignent là-encore un niveau très proche de celui de l'an dernier¹⁵.



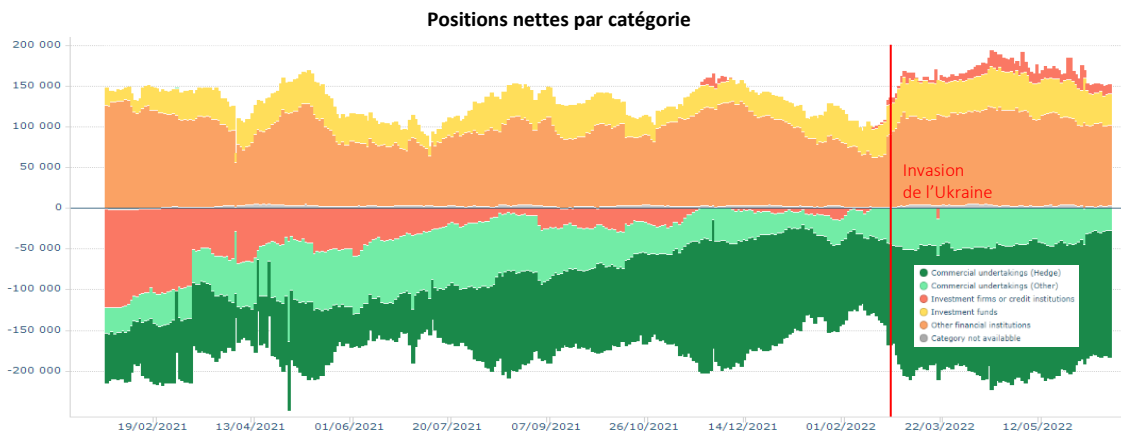
Les acteurs financiers ont-ils contribué à la hausse des cours ?

Répondre à une telle question, qui dépasse l'objet de cette étude, requerrait d'importantes analyses économétriques. Les données de positions sur les dérivés du Matif permettent néanmoins quelques observations.

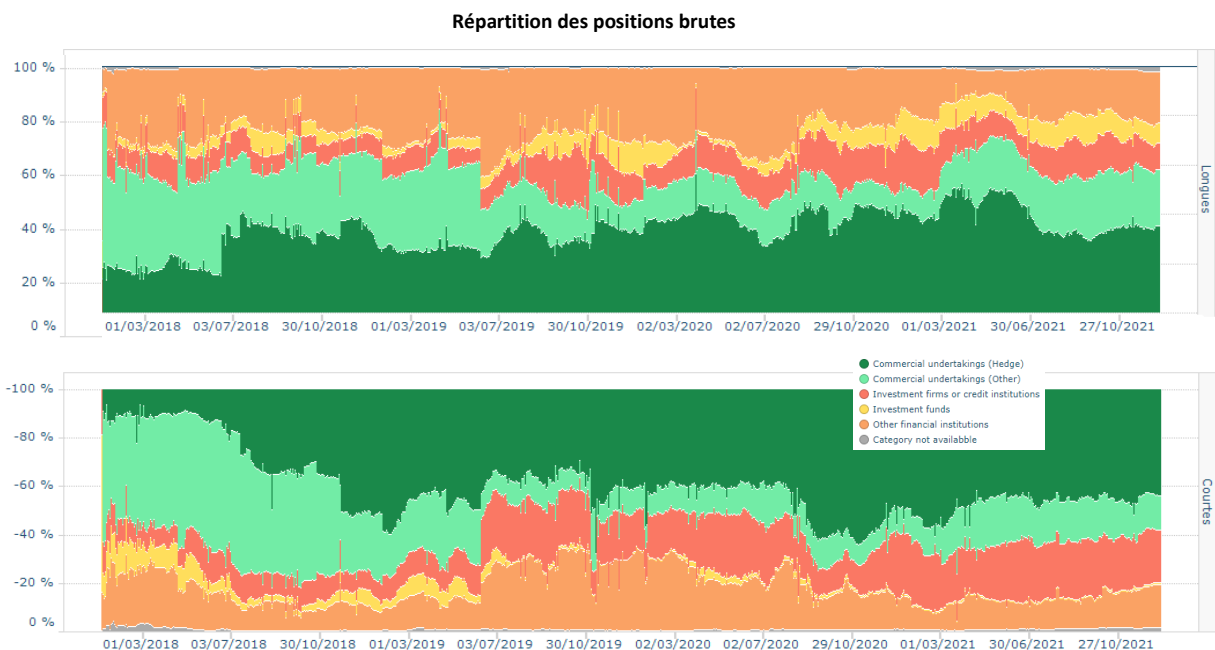
¹⁴ La proportion des positions détenues par les commerciaux s'élève à 49,5% au 01/06/22 (dont 36,0% en couverture), contre 50,5% au 01/06/21 (dont 36,1% en couverture). En moyenne sur la période ayant suivi l'invasion (du 24/02 au 01/06) la part des commerciaux a même légèrement augmenté par rapport à il y a un an (50,5% contre 48,1%).

¹⁵ Ces positions détenues par les commerciaux s'élèvent à 521 000 lots (long et short) au 01/06/2022 contre 526 000 lots au 01/06/2021.

- Symétriquement par rapport aux acteurs commerciaux¹⁶, la part des acteurs financiers dans les positions a augmenté suite à l'invasion ukrainienne, mais pour se stabiliser ensuite sur des niveaux proches de l'an dernier à la même date (après avoir diminué sur décembre 2021 et janvier 2022)¹⁷.
- Les positions longues des acteurs financiers ont augmenté tout comme leurs positions courtes, mais ces dernières dans une moindre mesure, aussi leurs positions nettes cumulées se sont-elles accrues. Cette évolution résulte surtout de la catégorie des autres institutions financières, les fonds et les entreprises d'investissement ayant vu quant à eux leurs positions peu varier depuis la guerre en Ukraine (au niveau de chacune des catégories).
- Sur une plus longue période, l'évolution des positions nettes des entreprises d'investissements apparait comme le prolongement d'une tendance ayant débuté début 2021, marquée par une réduction progressive de leurs positions courtes conduisant à un changement de l'orientation globale de positions nettes désormais longue.



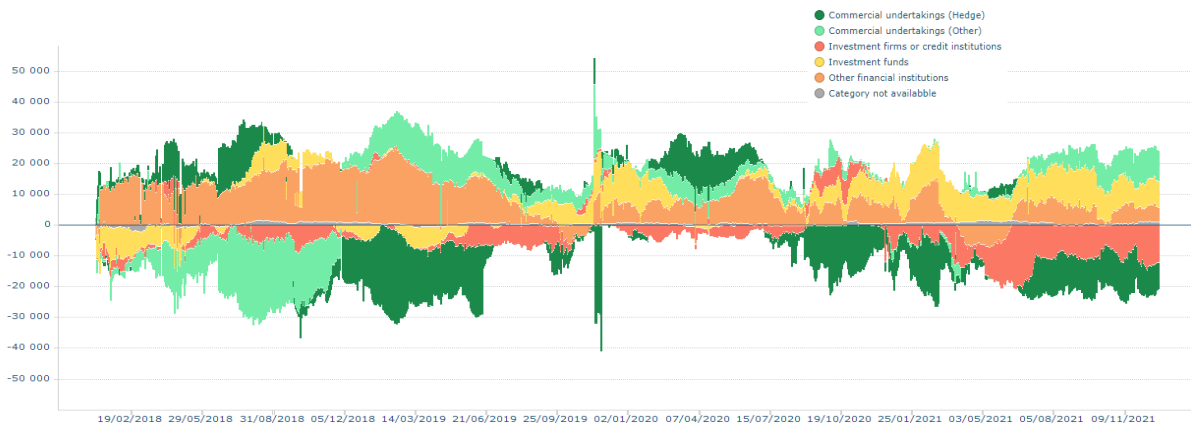
2.2. Spécificités des positions déclarées sur les contrats Colza



¹⁶ Outre les acteurs commerciaux et financiers, il demeure quelques entités dont la catégorie n'est pas disponible, expliquant la part résiduelle entre la somme de leurs parts de marché et 100%.

¹⁷ En moyenne sur la période ayant suivi l'invasion (du 24/02 au 01/06), cette part s'est élevée à 48,6% contre 51,3% l'année précédente.

Positions nettes par catégorie

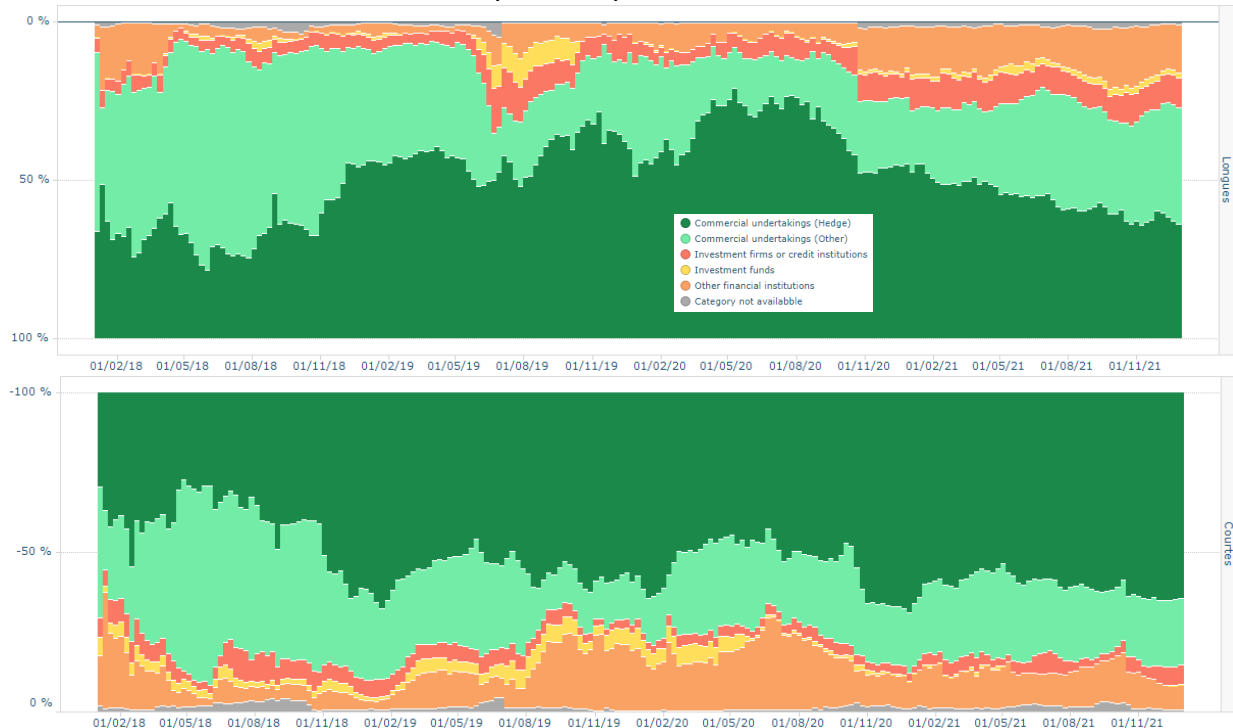


Les positions sur colza présentent globalement les mêmes grandes caractéristiques que sur le blé, telles que la prépondérance des commerciaux dans le positions brutes (59%), l'orientation généralement vendeuse de leurs positions nettes cumulées (66% des séances sur la période), l'orientation au contraire acheteuse des catégories des fonds et des autres institutions financières (positions longues respectivement 72% et 90% du temps).

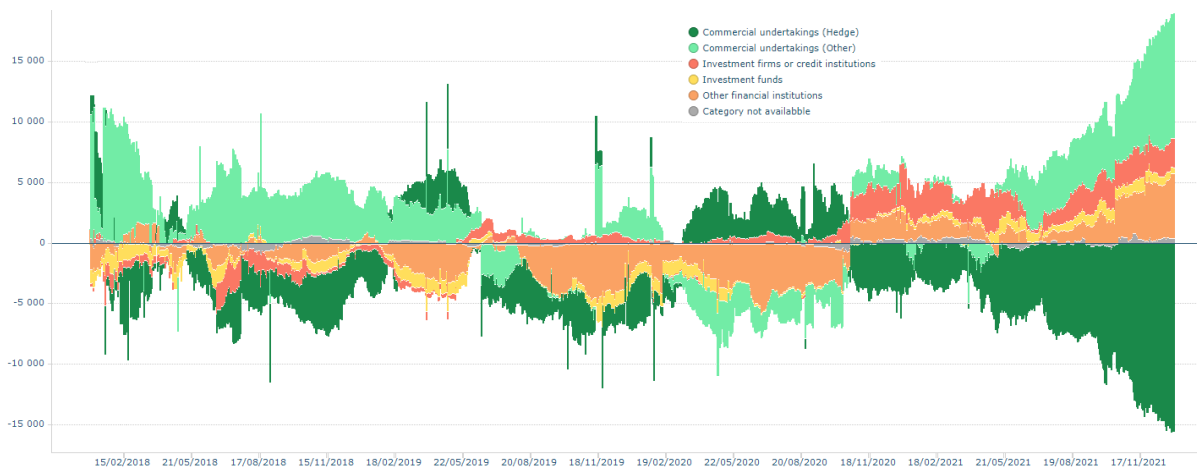
Les positions nettes des entreprises d'investissement affichent en revanche une orientation un peu plus erratique, alternant de sens 8 fois au cours de la période, y compris en l'absence de tendances importantes sur les cours. Cette volatilité s'explique par un relatif équilibre entre positions longues et courtes, celles-ci étant par ailleurs plus faibles comparé aux positions brutes des autres catégories d'acteurs (sur le colza, les entreprises d'investissements ne détiennent que 18% des positions brutes contre 20% sur le blé), la différence étant ainsi plus instable.

2.3. Spécificités des positions déclarées sur les contrats Maïs

Répartition des positions brutes



Positions nettes par catégorie



Le marché des dérivés sur maïs est nettement moins liquide et moins profond que celui du blé ou du colza. Le nombre moyen de contrats échangés sur le maïs est ainsi plus de 20 fois inférieur à celui du blé, et la position ouverte sur le maïs plus de 10 fois inférieure à celle du blé. Ce marché est également beaucoup plus concentré.

Il est marqué par le poids encore plus étendu des commerciaux, qui détiennent plus des trois quarts des positions brutes.

Comme pour le blé, les positions nettes de ces intervenants ont oscillé avec une relative cyclicité au cours de chacune des campagnes jusqu'à la fin 2020, notamment à la faveur de leurs couvertures. A partir du roll de novembre 2020, une rupture est intervenue, avec l'inversion durable de plusieurs catégories : les trois catégories d'acteurs financiers (entreprises d'investissement, fonds et autres institutions financières) ont augmenté sensiblement leurs positions longues (leurs positions courtes demeurant à un niveau relativement constants). De leur côté, les commerciaux ont nettement accentué leurs positions courtes pour leurs couvertures puis les positions longues pour leurs autres stratégies. Même si ces évolutions sont en réalité liées à la stratégie d'un unique intervenant principal dans chacune de ces catégories, elles présentent des similitudes notables avec celles observés en tendance sur le blé depuis début 2021.

Il restera à déterminer si ces récentes évolutions ayant accompagné la phase de hausse des cours, et donc ayant pu sembler d'abord conjoncturel, perdurent dans le nouvel environnement suite à la guerre en Ukraine.

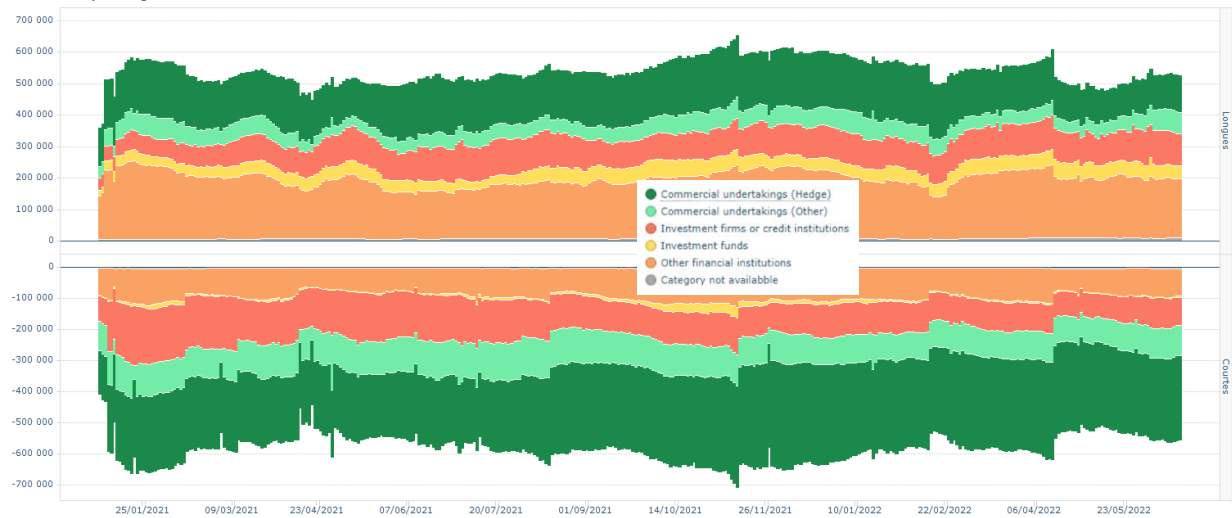
L'analyse des données sur les contrats dérivés grains Euronext introduites par MIF 2 permet de mettre en évidence le rôle essentiel des entreprises commerciales dans la position ouverte tant sur les échéances rapprochées qu'éloignées et sur les positions longues comme courtes. Cette situation contraste fortement avec celles observée sur le marché du blé américain.

Les données MIF 2 permettent par ailleurs de décrire plus finement l'activité de couverture sur les marchés de matières premières. En effet, contrairement à l'hypothèse prise dans le COT report publié aux USA, la totalité des positions des commerciaux n'est pas assimilée comme correspondant à une activité de couverture avec une distinction opérée en Europe entre l'activité couverture et spéculative. Ceci apparaît d'autant plus utile que les positions issues de chacune de ces deux activités peuvent différer sensiblement. Les données confirment néanmoins que 62% des positions à terme des commerciaux sur les grains (comme pour le blé en particulier) sont déclarées comme correspondant à de la couverture, reflétant le rôle des contrats comme outil de gestion du risque de prix pour la filière physique.

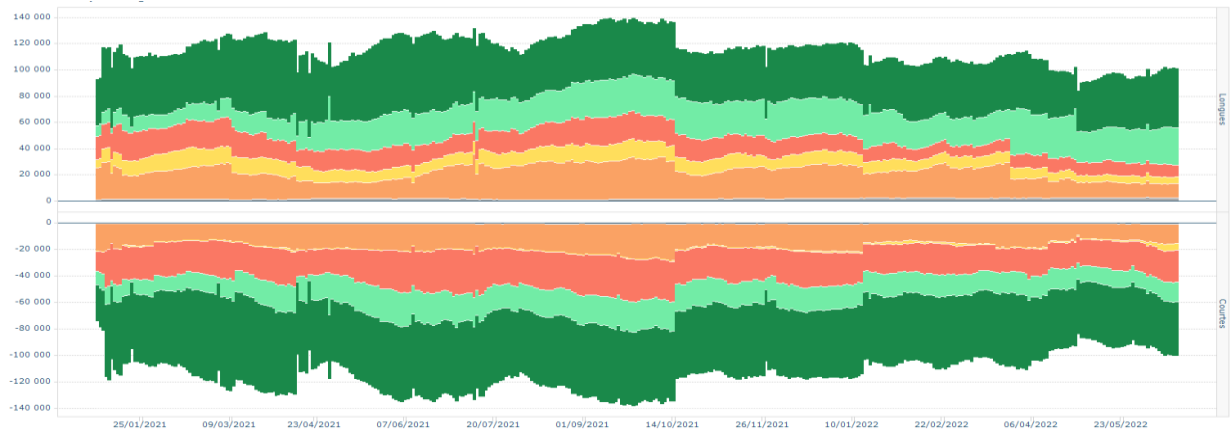
Enfin, l'analyse des positions nettes met en évidence la direction souvent opposée des positions des acteurs commerciaux de celle des acteurs financiers, soulignant ainsi le rôle complémentaire joué par ces deux grandes catégories pour la liquidité du marché. Les données MIF2 gagneraient toutefois à mieux ségréguer la catégorie des autres institutions financières, dont la nature exacte est mal connue puisqu'elle n'identifie pas nécessairement le détenteur ultime.

Annexe : évolution des positions brutes par catégorie d'acteur

Blé (futures et options, du 01/01/2021 au 17/06/2022)



Colza (futures et options, du 01/01/2021 au 17/06/2022)



Mais (futures et options, du 01/01/2021 au 17/06/2022)

