

La régulation des marchés des dérivés de produits de base

Les marchés des matières premières ou produits de base et assimilés (pétrole, métaux, quotas de CO₂, produits agricoles et marchés du gaz et de l'électricité) sont de plus en plus financiarisés. Pour certains marchés de produits de base, les volumes de contrats de produits dérivés échangés rapportés au volume du marché physique sont devenus considérables au cours des dernières décennies. Ces évolutions sont encore très différenciées selon les matières premières considérées.

Conçus à l'origine comme des instruments de couverture du risque, les marchés d'instruments financiers dérivés sur produits de base jouent aussi un rôle important dans la découverte des prix et dans la formation des anticipations des prix des matières premières. Si les marchés physiques connaissent des différences de fonctionnement notables selon les produits de base considérés, les marchés d'instruments financiers dérivés sur matières premières s'apparentent à des marchés financiers classiques : leurs évolutions sont fortement liées aux marchés sous-jacents physiques et aux fondamentaux qui les animent : conditions de l'offre, de la demande et stocks disponibles. Ils cristallisent ainsi à tout instant les conditions de l'équilibre à venir sur le marché physique.

L'accroissement de la volatilité des prix en 2007-2008 a fait naître la crainte d'effets de contagion de la sphère financière à la sphère physique : ce ne seraient plus seulement les variations des « fondamentaux » qui gouverneraient les prix des matières premières mais aussi les mouvements observés sur les marchés dérivés. Par exemple, le prix des produits agricoles et des dérivés sur produits agricoles, en particulier ceux des céréales, ont connu une forte volatilité au cours des années 2007 et 2008, provoquant des hausses de cours spectaculaires. Le prix du contrat à terme sur le blé coté sur Euronext NYSE Life a ainsi été multiplié par deux en l'espace de six mois au début de l'année 2007. S'il était déconnecté des réalités physiques du marché, un tel renchérissement du prix des produits agricoles pénaliserait de manière injustifiée tant les producteurs que les consommateurs. La question de connaître le rôle des investisseurs financiers sur la volatilité des marchés dérivés de matières premières n'est aujourd'hui pourtant pas tranchée.

Toujours est-il que cette crainte de contagion de la sphère financière à la sphère physique doit faire l'objet d'une attention particulière pour restaurer la confiance des acteurs dans la pertinence des marchés dérivés de produits de base : les marchés financiers de produits de base souffrent aujourd'hui d'une réglementation européenne incomplète et inadaptée.

Les marchés physiques ne font pas aujourd'hui l'objet de réelles mesures d'encadrement et de surveillance. Pareillement, seule une partie des dérivés sur matières premières est aujourd'hui soumise à la réglementation financière. La directive sur les marchés d'instruments financiers et ses textes d'application opèrent une distinction entre deux catégories d'instruments dérivés sur produits de base : instruments financiers et contrats commerciaux à terme. Seuls les dérivés sur matières premières ayant la qualification d'instruments financiers entrent aujourd'hui dans le champ de la régulation financière. Ainsi, sont aujourd'hui encadrés les instruments sur produits de base échangés sur des marchés réglementés.

Seuls les acteurs financiers « traditionnels » qui interviennent sur ces marchés sont pleinement couverts par la réglementation financière. Ainsi, de nombreux acteurs intervenant sur les marchés de produits dérivés, que ce soient les producteurs et les fournisseurs intervenant sur les marchés de

l'électricité et du gaz ou les *traders* spécialisés sur les marchés de produits de base, qui constituent des acteurs prépondérants sur le marché du CO₂, ne sont pas couverts par la réglementation financière, même lorsqu'ils interviennent sur des instruments financiers dérivés. Ne leur sont donc pas applicables les principes de bonne information, de protection des intérêts des clients et de bonne exécution. Par ailleurs, ces mêmes acteurs ne sont soumis à aucune obligation d'adéquation des fonds propres.

Les marchés dérivés de produits de base sont exposés à des risques d'abus de marché spécifique. En effet, le régime de prévention et de sanction des abus de marché existant sur les instruments financiers « classiques » n'est pas entièrement adapté à ces marchés, et les adaptations existantes n'ont pas fait la démonstration de leur efficacité. Par exemple, rien n'est aujourd'hui prévu pour efficacement sanctionner des manipulations croisées entre les marchés physiques et les marchés dérivés.

Le cadre de surveillance de ces marchés n'est pas satisfaisant : si les régulateurs financiers ont un rôle notable à jouer dans la surveillance de ces marchés, il est nécessaire de s'assurer qu'ils sont à même de comprendre la dynamique des fondamentaux des marchés physiques. A ce titre, la coopération entre régulateurs financiers et les régulateurs sectoriels de certains marchés est aujourd'hui trop limitée.

Une meilleure régulation des marchés de dérivés de matières premières au niveau européen est donc aujourd'hui nécessaire.

Il est fondamental que l'Europe s'engage pleinement et dès à présent dans la régulation de ces marchés. La France tient à cet égard à saluer les avancées récentes significatives sous l'égide de la Commission européenne, en particulier dans le cadre des marchés du gaz et de l'électricité. S'il est certain que des progrès seront nécessaires de manière sectorielle et marché par marché, une approche globale doit également être promue.

Les travaux en matière de régulation financière, que ce soit dans le cadre de la régulation des dérivés de gré à gré, de la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers, ou de la directive abus de marché, auront des implications en matière d'encadrement des marchés dérivés des matières premières. Pour autant, au vu des très lourds enjeux qui ont vocation à être traités dans le cadre de la révision de ces textes, il est nécessaire de s'assurer que les questions relatives aux matières premières ne seront pas oubliées en chemin.

Dans cette perspective, la France estime que la Commission européenne pourrait utilement prendre l'initiative d'un texte législatif spécifique sur la régulation des marchés dérivés de matières premières, à même de dégager de grands principes d'action communs à l'ensemble des produits de base et assimilés.

Ce texte législatif pourrait notamment aborder les enjeux suivants :

- proposer les moyens de couvrir l'ensemble du champ des dérivés sur matières premières ou assimilés, à travers une définition large des produits de base ;

- réfléchir aux articulations à trouver entre la surveillance des marchés physiques et la régulation des marchés dérivés de matières premières ;
- proposer des pistes pour assurer l'encadrement et la surveillance de l'ensemble des participants de marché de manière proportionnée aux enjeux ;
- envisager un régime d'abus de marché assis sur une définition spécifique des informations privilégiées et une réflexion sur les manipulations spécifiques aux marchés dérivés de produits de base, notamment dans leur interaction avec les marchés physiques ;
- poser la question de la nécessité d'un traitement spécifique des dérivés de gré à gré sur ces marchés ;
- s'interroger sur la nécessité de promouvoir des mesures de transparence accrue, notamment sur les marchés physiques, afin d'améliorer les mécanismes de formation des prix et assurer la capacité des régulateurs à surveiller le fonctionnement global de ces marchés ;
- tracer les grandes lignes d'une architecture de surveillance efficace des marchés dérivés de produits de base au niveau européen, en envisageant les options en présence, et la dévolution de pouvoir accrus à l'Autorité européenne des marchés financiers.

La France souhaite pleinement collaborer avec la Commission européenne sur un sujet dont les enjeux sur l'économie réelle des États membres est considérable.