

# FINANCIARISATION ET RÉGULATION DES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

## L'exemple du pétrole

### 1. Une volatilité des prix qui interpelle

Après avoir dépassé les 140 dollars par baril pendant l'été 2008, le prix du pétrole brut s'est effondré, revenant dès l'automne en dessous de 40 dollars par baril comme au début de 2004, pour ensuite remonter vers 80 dollars par baril fin 2009 :



Une telle séquence de mouvements de prix, d'une telle amplitude - division par 4 puis multiplication par 2 - sur une période aussi courte - 18 mois - est sans précédent sur les marchés pétroliers.

L'importance économique globale du " système pétrole " pour chacune de ses parties prenantes, fait qu'il est aujourd'hui tout à fait légitime pour des pouvoirs publics, non seulement d'essayer de comprendre les raisons de tels phénomènes, mais aussi de s'interroger sur la pertinence des niveaux de prix résultant du mode de fonctionnement actuel des marchés pétroliers internationaux où se forment ces prix. Plusieurs initiatives convergentes ont donc conduit à ce que ce sujet trouve sa place dans la sphère publique, et en particulier dans les documents résultant des deux dernières réunions du G20.

### 2. Comprendre la formation des prix

Mais dans un univers globalisé comme le notre, le passage de la pétition de principe - " il faut faire quelque chose " - à la mise en œuvre de solutions appropriées ne va pas sans difficultés. Pour le régulateur et le législateur cherchant à se saisir du sujet, la première de ces difficultés réside en ce que sur ces marchés de professionnels se développent des échanges multiformes obéissant à des mécanismes assez élaborés en matière de formation des prix, qui restent fort peu connus du grand public. Par exemple, est-il de notoriété publique que les

achats et les ventes de cargaisons de pétrole brut se concluent sans qu'aucun niveau de prix absolu n'ait été fixé entre les parties ? Se rend-on compte que le prix d'un camion de diesel ou d'une livraison de fioul domestique, en Europe, voit son prix dériver, *in fine*, - via un mécanisme d'indexation - du prix de gasoil négocié en temps réel sur le marché à terme londonien ? Autrement dit que ce sont les marchés à terme pétroliers, et non les négociateurs de la marchandise physique, qui déterminent l'essentiel du prix à payer par le consommateur européen pour des produits raffinés<sup>1</sup> ?

<sup>1</sup> Cf. proposition 9 in Gaël Giraud - Cécile Renouard - 20 Propositions pour réformer le capitalisme - Flammarion - 2009

Fort de ce constat, il devient alors nécessaire de s'interroger sur le fonctionnement des marchés à terme pétroliers. Mais l'on ne peut là encore que constater la difficulté pour accéder à une information pertinente. Le seul organisme public diffusant régulièrement des données - parcellaires

- de ce type, est américain. Il s'agit de la Commodity Futures Trading Commission à qui incombe la supervision de CME-Nymex, le marché à terme new yorkais. Rien de tel n'existe en Europe pour ICE Futures Europe, le marché à terme pétrolier londonien.

### 3. Le rôle dominant des marchés dérivés dans la formation des prix

Les marchés à terme de marchandise existent de très longue date. Ils permettent de négocier le prix d'un pétrole brut pour livraison dans le futur grâce à l'achat ou la vente de produits standardisés, des contrats Futures. Ces contrats sont des outils pratiques pour les producteurs comme pour les raffineurs pour se couvrir contre les risques de variations de prix à la hausse comme à la baisse. Il leur garantit ainsi une bonne visibilité dans le montant à venir de leurs charges ou produits liés au pétrole pour les mois et les années à venir. En théorie, les prix négociés sur les marchés à terme de matière première, reflètent donc les anticipations faites par leurs acteurs.

Dans le cas du pétrole, le problème vient de ce qu'aujourd'hui le prix des marchandises pour livraison immédiate, sur le marché " spot " cesse d'être négocié en tant que tel et finit par dépendre de celui anticipé au jour le jour sur les marchés à terme pour des livraisons plus lointaines. En clair, si le prix du pétrole anticipé dans le futur augmente fortement sur le marché à terme, le prix au jour le jour sur le marché " spot " va également augmenter de façon mécanique.

Les prix pétroliers pour livraison immédiate sont en effet déterminés par une relation d'arbitrage avec le prix du marché à terme : si le prix " spot " est relativement trop faible par rapport aux prix constatés sur le marché à terme, des opérateurs achèteront le pétrole sur ce marché " spot ", le garderont en stock et le remettront sur le marché dans le futur à un prix qu'ils auront bloqué aujourd'hui sur le marché à terme, dégagant ainsi un profit quasiment sans risque.

La difficulté d'appréhension des mécanismes de formation des prix pétroliers ne fait que s'accroître lorsque l'on réalise également qu'aux échanges physiques et aux négociations de contrats " futurs " sur des marchés à terme, s'ajoute l'univers, encore plus difficile à appréhender, des transactions de gré à gré portant sur des instruments financiers dérivés dont les résultats dépendent de l'évolution des prix pétroliers.

Les analystes s'accordent pour dire que l'ensemble des volumes de " pétrole " ainsi négociés dans la sphère financière des instruments dérivés OTC et des marchés à terme représente entre 20 et 30 fois la consommation mondiale de produits pétroliers physiques.

### 4. Une pression structurelle des investisseurs à la hausse

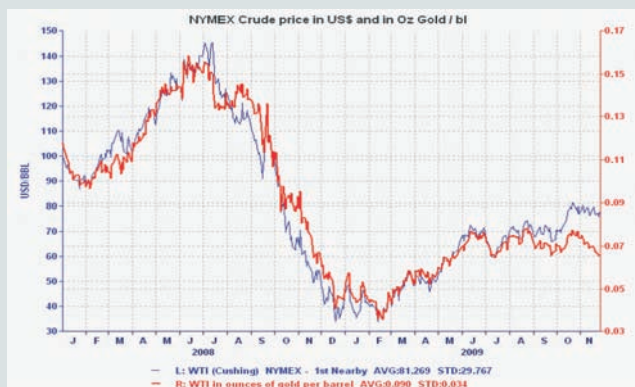
Marchés physiques, marchés à terme et marchés dérivés " OTC " - de gré à gré - étaient initialement des marchés réservés aux professionnels : entreprises industrielles et commerciales productrices ou consommatrices d'hydrocarbures, sociétés de négoce de matières premières, et banques d'investissements. Mais dès le milieu de la dernière décennie, l'appétit des investisseurs institutionnels pour des placements leur permettant de diversifier les risques de leurs

portefeuilles - obligataires, en particulier - a transformé marchés à terme et marchés OTC de matières premières en une " classe d'actifs " parmi d'autres.

C'est ainsi qu'ont été créés de nouveaux supports d'investissement : parts dans des fonds d'investissement thématiques dédiés aux matières premières, panier d'indices de prix représentatif d'un ensemble de marchés de matières premières,

" Exchange Traded Fund " conçu pour dupliquer le comportement d'un contrat à terme de matière première, voire encore des options sur la valeur de ces ETF...

L'afflux de liquidités sur le marché du pétrole du fait de ces investissements n'est pas isolé : on le retrouve sur d'autres marchés de matière première. Il s'est même développé au point de provoquer de nouvelles relations entre les prix de nouvelles matières premières. Par exemple, comment expliquer autrement la relation qui semble chercher à s'établir entre prix du pétrole et son équivalent en poids d'or ?



Ce processus irrésistible - irréversible ? - d'ouverture des marchés de dérivés de matières premières à une présence croissante d'investisseurs de toutes sortes s'est amorcé dans

un contexte très particulier : celui d'une prise de conscience par nombre d'acteurs économiques que notre planète est finie, bornée, et qu'il nous faut apprendre à vivre avec la rareté de ses ressources fossiles (et la toxicité de leurs effluents). C'est donc sans surprise que l'on trouve ces investisseurs parmi les principaux acheteurs de contrats sur les marchés à terme.

Mais, dans un tel contexte, peut-on espérer trouver un nombre suffisant de " vendeurs naturels " de ces contrats pour éviter une dérive des prix à la hausse ? Peut-il exister un producteur de matières premières qui ait un intérêt à transférer à ces investisseurs, au prix pour

livraison aujourd'hui, les risques de prix auxquels l'exposeront sa production de demain alors que le consensus des experts est que le prix sera plus cher, demain ?

## 5. Créer une instance européenne capable de prévenir ces déséquilibres de marchés

Avec " la crise " nombre de paramètres se sont réajustés. Mais les mécanismes de marché à l'origine de la flambée des cours de 2008 sont toujours à l'œuvre. En prévenir la répétition pourrait donc faire l'objet d'une politique publique, et c'est bien ce qui sous tend la position du G20 en la matière. Mais, en Europe, à qui s'adresser pour en débattre puis élaborer une telle politique ?

A ce jour, aucune instance de l'Union Européenne ne dispose de mandat transverse spécifique lui permettant d'œuvrer de façon cohérente dans le champ des matières premières. Alors que les mécanismes mis en œuvre sur chacun des marchés européens de matières premières et de denrées agricoles sont très proches, la régulation de chacun d'eux paraît relever d'une combinaison de textes réglementaires particulière. Comment assurer à 27, à l'échelle du marché intérieur européen, une cohérence politique et réglementaire entre marchés de denrées agricoles, Politique Agricole

Commune, Bio-masse, Bio-carburants, marchés pétroliers, marchés de l'énergie, marché du CO<sup>2</sup>, Eco-taxes ...en l'absence d'une instance de coordination comparable à la Commodity Futures Trading Commission ? A quelle instance de gouvernance européenne confier, en effet, le soin de décliner sur les marchés de dérivés de matières premières européens, en règles appropriées - i.e. sans risquer de perturber le bon fonctionnement des marchés physiques - les principes nouveaux retenus par le G20 de façon indifférenciée, pour tous les marchés financiers ?

Se proposer d'encadrer les fluctuations des prix du pétrole et des matières premières se présente donc comme un voyage au long cours. Cela suppose en effet de pouvoir s'appuyer sur une instance de gouvernance européenne développant une compétence technique reconnue, lui permettant d'interagir de façon proactive et efficace avec les autres parties prenantes des marchés pétroliers, et, a minima :

- qui puisse accéder en toute transparence aux informations concernant les transactions de dérivés OTC ayant lieu sur ces marchés (trade repositories) ;
- qui soit mandaté pour rendre obligatoire l'utilisation d'une chambre de compensation dans le processus de résolution des transactions portant sur un instrument dérivé donné, chaque fois que le volume traité pour cet instrument, ou la concentration des positions détenues par les acteurs de ce marché le justifieront ;
- qui soit capable d'agréger ces données OTC à celles correspondant aux positions détenues par chacun des acteurs sur les marchés à terme associés ;
- et qui ait autorité pour exercer un contrôle sur le poids relatif des différents acteurs dans les différents mécanismes de formation des prix des matières premières ainsi mises sous tutelle.

Dans le champ des matières premières, le rôle du législateur ne peut donc se réduire à revêtir une posture de moralisateur prompt à blâmer la " spéculation " pour ce qui se passe sur les marchés. Au-delà de la dénonciation, il lui faut identifier les outils qui lui permettront de peser avec efficacité sur le fonctionnement des marchés dérivés de matières premières, sans pour autant déstabiliser la composante physique qui fonctionne de façon satisfaisante et " fait système " aujourd'hui avec ce sous ensemble des marchés financiers.

Ce n'est donc qu'en donnant aux pouvoirs publics européens les moyens de développer une compétence spécifique - à la hauteur de celle des professionnels de ces marchés - que le législateur pourra s'acquitter d'une telle tâche de façon effective. Non pas une fois pour toute, mais dans le cadre d'un processus itératif lui permettant de prendre en compte les innovations que les acteurs des marchés ne manqueront de produire, à l'avenir.

## VINGT-HUIT PARLEMENTAIRES DÉJÀ MEMBRES

### VINGT-TROIS DÉPUTÉS

**Louis GISCARD D'ESTAING**  
Député du Puy-de-Dôme

**Gérard BAPT**  
Député de la Haute-Garonne

**Michel BOUVARD**  
Député de la Savoie

**Bernard CARAYON**  
Député du Tarn

**Jean-Yves COUSIN**  
Député du Calvados

**Olivier DASSAULT**  
Député de l'Oise

**Michel DIEFENBACHER**  
Député du Lot-et-Garonne

**Marc FRANCINA**  
Député de la Haute-Savoie

**Claude GATIGNOL**  
Député de la Manche

**Jean GAUBERT**  
Député des Côtes-d'Armor

**Annick GIRARDIN**  
Députée de St Pierre-et-Miquelon

**Jean-Pierre GORGES**  
Député de l'Eure-et-Loir

**Arlette GROSSKOST**  
Députée du Haut-Rhin

**Louis GUEDON**  
Député de la Vendée

**Marc LAFFINEUR**  
Député du Maine-et-Loire

**Jean-Pierre NICOLAS**  
Député de l'Eure

**Jean-Frédéric POISSON**  
Député des Yvelines

**Jean PRORIOL**  
Député de la Haute-Loire

**François SCELLIER**  
Député du Val-d'Oise

**Alfred TRASSY-PAILLOGUES**  
Député de la Seine-Maritime

**Dominique TIAN**  
Député des Bouches du Rhône

**Georges TRON**  
Député de l'Essonne

**Catherine VAUTRIN**  
Députée de la Marne

### CINQ SÉNATEURS

**Joël BOURDIN**  
Sénateur de l'Eure

**Michel BECOT**  
Sénateur des Deux-Sèvres

**Marcel DENEUX**  
Sénateur de la Somme

**Adrien GOUTEYRON**  
Sénateur de la Haute-Loire

**Philippe LEROY**  
Sénateur de la Moselle

Rejoignez le club Oikonomia : [secretariat@cluboikonomia.fr](mailto:secretariat@cluboikonomia.fr)