

POURQUOI MIEUX RÉGULER LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES ? L'EXEMPLE DU PÉTROLE

LE CLUB OIKONOMIA

Dans cette période récemment marquée par l'ébranlement des principes fondamentaux du capitalisme à la suite de la crise issue de dérives financières, la création d'un club ayant vocation à décrypter l'économie nous paraît très utile.

Ces derniers mois, le législateur a été appelé à apporter rapidement des solutions. Dans ce contexte, nos réunions doivent nous permettre d'envisager les pistes de réforme d'un capitalisme qui a rencontré ses limites. A cet égard, les deux économistes qui nous accompagnent ont rédigé ensemble " *20 propositions pour réformer le capitalisme* " ; l'un des deux a été nommé cette année dans le cadre du prix du Meilleur Jeune Économiste décerné par le journal *Le Monde*.

L'objectif de ce club ? Débattre ensemble afin de tenter de clarifier les problématiques financières qui sont parfois complexes ; dégager ensemble des propositions de réforme.

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

Joël BOURDIN
Sénateur de l'Eure

I. Les enjeux politiques

Gaël GIRAUD, chercheur au CNRS et membre de l'École d'économie de Paris

Il existe deux grands types de marchés : les marchés à terme, organisés, et les marchés de gré à gré qui ne le sont pas. Sur les marchés financiers, les anticipations, rationnelles ou non, peuvent provoquer des variations des cours très importantes. Il s'agit d'un phénomène de " taches solaires " (ou d'anticipations auto-réalisatrices) récurrent sur les marchés financiers : comme il est toujours plus profitable d'avoir tort avec tout le monde que raison tout seul, les intervenants financiers sont contraints de " suivre " une tendance (et donc de l'accentuer), même si elle n'a aucun rapport avec les fondamentaux de l'économie réelle. (Par exemple, si quelqu'un qui a suffisamment de crédibilité [un directeur de Banque Centrale, un chef d'État, un gourou des marchés, un journaliste célèbre...] annonce publiquement que le cours du pétrole est lié à l'apparition ou à la disparition de taches à la surface du soleil, il suffit que les marchés le croient pour que cela adienne effectivement !) Les bulles spéculatives naissent et éclatent au rythme de ces " taches solaires ".

Il est possible que demain les marchés financiers se convainquent que le prix du pétrole va exploser dans les prochaines années et qu'il est intéressant d'acheter aujourd'hui des dérivés sur le marché du pétrole. Cette vision va mécaniquement faire augmenter le prix du pétrole dès maintenant.

Est-il légitime, dans notre économie, que les marchés financiers, traversés par ces taches solaires, puissent dicter au monde entier le prix du pétrole ? (La même question se pose à propos, e.g., de la dette souveraine des pays européens endettés.) Une des pistes proposées par nos deux intervenants consiste à imposer un minimum de régulation sur les marchés de gré à gré, à travers des chambres de compensation, qui permettent de vérifier qui intervient sur les marchés et d'obliger les intervenants à mettre des fonds de garantie afin de limiter l'impact d'un défaut et la violence des variations liées aux taches solaires. Même sur les marchés régulés par les chambres de compensation, aucun *reporting* n'est organisé. Par conséquent, il conviendrait également d'obliger ces chambres de compensation à transmettre les informations dont elles disposent aux autorités de marchés. Cela permettrait de savoir qui, aujourd'hui, " joue " avec le prix du pétrole (ou des dettes d'État) et d'entrer en dialogue avec ces acteurs financiers (banques, fonds spéculatifs...). Or, il existe aujourd'hui en Europe une vacance institutionnelle qui entrave l'édiction de règles de ce type. La souveraineté (énergétique notamment) de l'Europe passe par la construction d'une instance juridique habilitée à imposer ces règles sur les places financières qui relèvent de la zone euro.

II. L'analyse de l'Autorité des Marchés Financiers

Edouard VIEILLEFOND, secrétaire général adjoint en charge de la direction de la régulation et des affaires internationales au sein de l'Autorité des Marchés Financiers

A l'origine, les marchés de matières premières ou marchés de " *commodities* " étaient purement destinés à des échanges entre professionnels. Ils se sont, pendant longtemps, limités à l'utilisation de dérivés pour des fonctions de transfert de risques assez classiques. Depuis dix ans cependant, ces marchés sont devenus des marchés d'investissement, ou de " spéculation ", dans lesquels sont présents, non seulement les acteurs cherchant une couverture de risque, mais également des investisseurs qui considèrent ces matières comme des actifs comme les autres.

De grandes banques anglo-saxonnes et américaines ont en effet présenté ces marchés, alors relativement décorrélés des grandes évolutions économiques mondiales, comme une possibilité de diversifier des portefeuilles, entraînant une explosion des volumes et des dérivés et engendrant des risques macro-économiques voire systémiques importants. Un risque micro-économique émerge également du fait de l'arrivée, sur ces marchés, de petits épargnants, et donc de moins en moins professionnels, que le régulateur se doit de protéger. Si, historiquement, la protection des actionnaires s'avère très forte sur les marchés d'actions, de telles exigences n'existent pas dans les marchés de produits de base, puisqu'ils étaient en principe réservés à des professionnels.

Le cas du pétrole est sans doute le plus complexe, compte-tenu de la multiplicité et de la segmentation des marchés. Il est également moins bien maîtrisé par les autorités de régulation en France et en Europe continentale, non seulement parce que nous ne détenons pas de pétrole mais également du fait de l'absence de marché organisé pour ces produits. Le Royaume-Uni et les États-Unis possèdent au contraire une connaissance et une pratique importantes de ces marchés et ont chacun mis en place un puissant régulateur sur ce marché, la FSA et la CFTC.

Face à ces évolutions et à ces risques, il convient d'abord d'améliorer le fonctionnement et la transparence des marchés

pétroliers, c'est-à-dire des marchés des produits de base mais cela s'avère complexe, malgré une volonté politique clairement affichée en France depuis de nombreuses années. Pour que ces marchés soient efficaces au niveau économique, il est indispensable que la formation des prix et la capacité de transfert des risques soient elles-mêmes efficaces. Nous devons donc disposer d'une meilleure connaissance des fondamentaux.

L'an dernier, le G20 a souligné l'importance de réformer la régulation et de l'appliquer à tous les dérivés, y compris aux dérivés pétroliers. Cette régulation implique une transparence maximale, notamment vis-à-vis des régulateurs, un enregistrement de tous les contrats sur une base de données ou un registre central permettant au régulateur de disposer des informations collectives (concentrations) et individuelles (abus de marché). Elle exige également une standardisation maximale des contrats afin d'en limiter les risques opérationnels et juridiques et de permettre une compensation de ces produits dérivés dans des chambres de compensation centrales qui mutualisent et réduisent fortement le risque systémique. Il faut enfin essayer d'inciter le passage d'un maximum de ces transactions par des marchés régulés.

L'absence d'une gouvernance adaptée devient un problème crucial. Aujourd'hui, il existe des failles importantes entre les compétences des autorités de marché et les autorités sectorielles. En France, nous disposons de l'AMF et d'une commission de régulation de l'énergie pour l'électricité et le gaz mais nous n'avons pas de régulateur indépendant pour le pétrole ou d'autres matières premières. La même situation se retrouve au niveau européen, du fait de l'éclatement des dossiers au sein de la Commission européenne et du Conseil, qui disposent respectivement de services et de formations différents qui ne se concertent pas toujours. Il convient donc, d'une part, de mettre en place rapidement au niveau européen une autorité trans-sectorielle compétente sur les *commodities* et sur tout le champ des produits dérivés, et d'autre part, d'élargir le champ de compétence de l'ESMA (European Securities and Markets Authority), afin que l'interaction entre ces deux instances permette de combler ces failles.

III. Les recommandations d'un praticien des marchés

Frédéric BAULE, depuis 1985 dans le secteur du trading pétrolier, que ce soit pour une banque d'investissement ou des compagnies pétrolières

Le pétrole dans le monde représente aujourd'hui 85 millions de barils par jour. A 80 dollars le baril, nous voyons bien les millions de dollars qui circulent par le simple fait d'extraire une ressource naturelle et d'alimenter une chaîne industrielle et commerciale qui va le mettre à disposition des particuliers. Ce sont généralement des zones à faible consommation et faible population qui maîtrisent les réserves de cette ressource qui nous est particulièrement nécessaire. Les consommateurs se trouvent donc dans l'obligation de faire confiance à des mécanismes d'échange pour accéder à ces denrées. Le marché physique se trouve au cœur de la chaîne d'échange de marchandises et ses praticiens prennent peur dès que le régulateur s'y intéresse. Depuis 1985-1986, en effet, ces marchés fonctionnent avec les mêmes méthodes et ont permis de faire face à des événements géopolitiques sans qu'aucun des centres de consommation majeurs ne subisse une interruption de la fourniture de la denrée.

Pourtant, historiquement, le marché du pétrole a toujours été marqué par un problème de fond tenant à ceux à qui est confiée la formation de son prix. Selon la CFTC, aux États-Unis, 60 à 75 % des volumes de pétrole sont négociés par 4 ou 5 grands établissements bancaires. Le marché pétrolier a donc vécu un phénomène de concentration et d'accaparement des flux et des opportunités d'action sur les marchés financiers liés au pétrole par une catégorie d'acteurs radicalement différente. Au départ, le monopole technologique exerçait son pouvoir sur le fonctionnement de ces marchés. Aujourd'hui, la sphère financière devient le leader de la formation du prix. Cette évolution pose des questions totalement nouvelles.

A l'origine ce marché s'est développé en tant que marché pour les professionnels. Il s'agissait de pallier des modes de fonctionnement qui conduisaient à des rapports de force géopolitiques à tout moment. Aujourd'hui, les pays producteurs, renonçant à leur pouvoir régalién, ont choisi d'indexer le prix de leurs cargaisons à des valeurs publiées par des professionnels, qui font référence à des indices pétroliers sous-jacents des marchés financiers, soit à un niveau qui ne dépend pas directement de

l'action des acteurs du marché physique. Ces indices voient leurs prix déterminés au jour le jour par le libre négoce de contrats sur ces pétroles bruts de référence pour livraison dans le mois suivant, dans le cadre des marchés à terme.

Vous pouvez aujourd'hui traiter du pétrole qui sera livré en 2015 mais il existe des marchés à terme organisés et des marchés de gré à gré qui peuvent utiliser toutes les publications. Nous estimons le marché des instruments financiers liés au pétrole à 30-35 fois le volume de la consommation physique mondiale. Si les volumes sur les marchés à terme sont publiés, ceux des marchés de gré à gré ne sont pas communiqués.

Quant à la différence entre court et long terme, la liquidité se concentre sur les premières échéances sur les marchés à terme. Les 6 premières échéances concentrent 75 % des volumes négociés. Les échéances lointaines en matières premières s'avèrent aujourd'hui encore trop peu liquides. Un investisseur qui envisagerait une pénurie de pétrole à horizon 2020 voudrait traduire cette vision en décision d'achat anticipé de pétrole via la sphère financière. Or le marché financier ne lui donne pas la possibilité d'acheter du pétrole aujourd'hui pour une livraison à 2020. Il devra donc se rabattre sur un achat de pétrole pour livraison le mois suivant. Le pool d'anticipation sur le prix du pétrole à 15 ou 20 ans se concentre donc sur cette niche de 5-6 mois liquides, qui vient traduire, dès aujourd'hui dans l'optique d'une livraison en mars, une partie des anticipations sur ce que devrait être le prix du pétrole en 2015 ou 2020. Ainsi, le prix de l'été 2008, qui pouvait se justifier dans un scénario de pénurie de pétrole en 2015-2020, se traduisait sur le pétrole pour consommation immédiate.

Cette bulle de l'été 2008 pourrait-elle se reproduire en 2010-2011, alors que la reprise de la croissance économique n'est pas assurée ? Cela n'est pas totalement exclu. Plusieurs pistes peuvent

être soutenues pour limiter l'impact de la formation du prix du pétrole sur nos économies. Il n'existe cependant aucun interlocuteur compétent sur les matières premières. Même au niveau européen, les matières premières ne sont que partiellement traitées, le pétrole, les métaux et minerais ayant été omis des politiques européennes, seulement visés par des réglementations fonctionnelles (*market abuse directive*, MiFID ou droit de la concurrence). Un corpus de doctrine propre à ces instruments serait nécessaire. Est-il normal qu'une banque d'affaires devienne le premier importateur d'essence des États-Unis ? Faut-il réglementer les sociétés de négoce comme des sociétés bancaires sous prétexte qu'elles traitent des instruments dérivés ? Si ce secteur ne doit pas être sur-réglementé, il ne faut pas non plus permettre à des acteurs de la sphère financière de se déguiser en physiciens pour faire du *business* avec des investisseurs particuliers.

Il me semble que nos raisonnements doivent distinguer le pétrole brut et le produit raffiné. Le pétrole brut n'a vocation à être qu'un marché de professionnels physiques. Ce marché répond à une logique radicalement internationale et une stratégie diplomatique à la française peut y être conçue. Les produits raffinés relèvent en revanche d'une problématique intra-européenne dans laquelle la Communauté pourrait s'inscrire en tant que régulateur du fonctionnement des marchés de produits raffinés dont elle est consommatrice.

Enfin, tout ceci ne doit pas nous faire oublier que 450 millions d'habitants en Amérique du Nord consomment 20-25 % du pétrole mondial. Se pose à terme un véritable enjeu de réappropriation de l'accès aux ressources entre nos zones fortement consommatrices et les nouveaux pays émergents. Il convient donc, non seulement, de se donner les moyens de réguler ces marchés, mais aussi d'établir une politique énergétique au niveau européen.

IV. Synthèse des questions des parlementaires

Louis GISCARD d'ESTAING, député du Puy-de-Dôme

Vous avez évoqué la situation de l'été 2008. Il avait été précisé à l'époque que le prix du pétrole augmenterait jusqu'aux jeux olympiques de Pékin. Les Chinois, souhaitant éviter tout problème d'approvisionnement, avaient acheté des options à terme, sur les marchés dérivés. Dès juillet 2008, le prix du pétrole a baissé brutalement. Comment expliquez-vous ce phénomène ?

Quelle est votre vision sur les marchés du gaz et du pétrole qui se trouvent fortement corrélés ?

Enfin, quelle recommandation formuleriez-vous sur la couverture des risques ? Air France, par exemple, s'était couvert contre l'augmentation du prix du kérosène alors que l'Armée de l'air avait choisi de payer son carburant au prix du marché.

Edouard VIEILLEFOND

Sur le mouvement de l'été 2008, il s'avère difficile de savoir dans quelle mesure ce sont plus les fondamentaux qui guident les marchés ou les marchés financiers eux-mêmes. Cette question, ancienne, n'est toujours pas résolue. Avec le passage d'un marché de couverture des risques entre professionnels à un marché d'investissement, les comportements "moutonniers" présents sur les marchés d'action peuvent apparaître. En 2007-2008, les prévisions sur l'économie mondiale et les demandes de pétrole étaient très favorables puis nous sommes passés dans une phase de crise financière peut-être plus grave que celle de 1929. Les marchés pétroliers fonctionnant sur des anticipations, nous ne pouvons écarter la possibilité que ces prévisions aient totalement guidé l'évolution du prix mais des facteurs techniques ont sûrement amplifié le mouvement.

Le gaz est un produit, dans ses caractéristiques techniques, assez proche du pétrole et mieux vaut, du point de vue du régulateur, lier ces deux produits plutôt que d'envisager le bloc gaz-électricité.

Quant à la couverture des risques, il s'agit d'un choix de *business model* : soit l'entreprise prend un risque et se rémunère sur une activité donnée, soit elle considère qu'elle n'a pas à prendre de risques tenant notamment à la variation du prix du pétrole et doit donc se couvrir. Elle réalise un bénéfice tant que cette matière augmente mais le jour où celle-ci chute, elle doit en payer les conséquences. Dans cette couverture, Air France paie le vrai coût de son risque. Pendant longtemps, les entreprises n'ont pas payé assez cher tous leurs coûts de couverture. S'il est certain que la trésorerie d'une entreprise n'a pas à supporter les variations liées aux appels de marge de la chambre de compensation, il faut que le banquier qui le fait pour son compte fasse payer le vrai coût de la couverture.

Joël BOURDIN, sénateur de l'Eure

Sur les marchés à terme du pétrole, où s'adresse-t-on pour réaliser des arbitrages ?

Frédéric BAULE

Il existe deux marchés à terme organisés sous la responsabilité de régulateurs anglo-saxons : le marché à terme de New-York, le *New-York Mercantile Exchange* (NYMEX), racheté il y a peu par le CME (*Chicago Mercantile Exchange*) et le marché de Londres, l'*Intercontinental Exchange* (ICE) sur lequel deux produits pétroliers européens sont négociés, le *Brent* (pétrole brut de la mer du Nord) et le gasoil de qualité fuel domestique européen livrable dans la zone géographique Anvers-Rotterdam-Amsterdam.

Sur la couverture des risques, à partir des années 2000, sont apparues des équipes de négoce des matières premières dans les banques européennes et américaines, qui avaient, comme point d'entrée sur les marchés, la fourniture de produits dérivés aux sociétés de transport. Leur stratégie consistait à prendre des parts de marché en excluant de leur prix le risque de crédit correspondant. Au milieu de l'année 2008, les banques devaient plusieurs milliards de dollars à Air France, en décembre, la situation s'était inversée. Il s'agissait de crédits non encadrés, sans sécurité. Désormais, pour vendre le pétrole brut aux compagnies aériennes, il faut rajouter au moins un dollar par baril afin de payer le coût du crédit. Nous nous trouvons là face à un dysfonctionnement où le rapport de force a conduit à une *miss pricing* des risques. Selon nous, gérer ses risques consiste à limiter son exposition au risque afin de sécuriser tout ou partie de son espérance de marge commerciale. Il convient donc de disposer de flux commerciaux à risques quasi-certains.

Cherchant à sécuriser son budget, le Service des essences des armées a acheté des polices d'assurance garantissant un prix maximum sur le carburant fourni mais l'exécution de ces couvertures a été confiée à l'Agence France Trésor. Or celle-ci ne peut traiter avec des établissements autres que financiers. Les pétroliers se trouvaient donc contraints de s'associer à une banque.

Philippe FOLLIOU, député du Tarn

Pour des raisons budgétaires, il avait été décidé de ne couvrir que 20 % des approvisionnements. A terme, cette mesure a coûté 8 millions d'euros au SEA.

Frédéric BAULE

Le budget assigné à une couverture de risques constitue un vrai sujet stratégique. Nous recommandons à certaines entreprises une logique d'assurance catastrophe, en identifiant le prix du pétrole au-delà duquel elles ne sont plus profitables. La couverture repose alors sur des hypothèses très hautes, dont la probabilité s'avère faible.

J'aborderai enfin le fonds de prévention des aléas de la pêche (FPAP). Le système fédératif des pêcheurs a distribué un produit d'assurance sur le prix du gasoil à travers un réseau de stations services mais il a mélangé les demandes de subvention et les garanties assurance contre prix du pétrole.

Louis GUEDON, député de la Vendée

La pêche est soumise de manière drastique au règlement européen. La France qui détient le 1^{er} linéaire maritime d'Europe voit son économie totalement déstabilisée par des quotas contestables et arbitraires. Le chalut réclame beaucoup d'énergie et lorsque le litre de pétrole dépasse 0,45 euros par litre, il vaut mieux que le bateau reste à terre. Le FPAP représentait une subvention allouée par la France à l'ensemble des armements de pêche afin d'assurer la différence entre le prix plafond et l'évolution du prix du pétrole. Il s'agissait donc d'une aide compensatoire comparable à celle que perçoivent les agriculteurs en cas de grêle. Bruxelles l'a cependant considérée comme incompatible avec les règles européennes.

Frédéric BAULE

Le prix garanti aux marins pêcheurs n'était pas celui sur lequel se couvrait le fonds. Cet exemple de distribution d'un instrument dérivé à 95 % des patrons de pêche illustre les avantages d'un usage à bon escient de ces instruments. Tout dépend donc de l'éthique des acteurs qui s'en servent. C'est la raison pour laquelle l'intervention d'un régulateur s'avère indispensable.

Quant au regroupement gaz-pétrole, je pense également que le gaz doit être découplé de l'électricité, qui répond à un schéma très particulier en France. Au Royaume-Uni, lorsque le prix du certificat de CO² a explosé, le mécanisme de marché a rendu ultra profitable l'importation massive de charbon, qui devenait plus rentable que le gaz, car il ne suivait pas le cours du pétrole comme ce dernier. Les denrées concurrentielles comme le charbon et le gaz renvoient à des industries lourdes. Le fonctionnement de ces marchés s'avère similaire car ces matières peuvent être stockées, au contraire de l'électricité. Une régulation commune est donc possible.

Il serait enfin utile que des travaux parlementaires nationaux et européens obligent les marchés à terme à diffuser les informations dont ils disposent concernant les flux d'acteurs et leurs activités sur leurs marchés. L'obligation de déclaration proposée par le G20 permettrait de déterminer qui fait quoi dans la formation des prix des matières premières et faciliterait l'analyse macro-économique. Sur les évolutions des prix entre 2008 et 2009, la CFTC a précisé que cette chute équivalait à une *bank-run*. Les gens se sont aperçus que leurs dépôts de garantie étaient bloqués par le liquidateur des faillites. Pour payer de nouveaux dépôts de garantie, il leur fallait lever des fonds, en liquidant des positions gagnantes qu'ils détenaient sur d'autres marchés, dont le pétrole.

TRENTE-NEUF PARLEMENTAIRES DÉJÀ MEMBRES

TRENTE-ET-UN DÉPUTÉS

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

Gérard BAPT
Député de la Haute-Garonne

Michel BOUVARD
Député de la Savoie

Jérôme CAHUZAC
Député du Lot-et-Garonne

Bernard CARAYON
Député du Tarn

Jean-Yves COUSIN
Député du Calvados

Olivier DASSAULT
Député de l'Oise

Michel DIEFENBACHER
Député du Lot-et-Garonne

Philippe FOLLIOU
Député du Tarn

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

Pierre LASBORDES
Député de l'Essonne

François LOOS
Député du Bas-Rhin

Richard MALLIE
Député des Bouches-du-Rhône

Hervé MARITON
Député de la Drôme

Patrice MARTIN-LALANDE
Député du Loir-et-Cher

Jean-Pierre NICOLAS
Député de l'Eure

Jean-Frederic POISSON
Député des Yvelines

Jean PRORIOU
Député de la Haute-Loire

François SCELLIER
Député du Val-d'Oise

Eric STRAUMANN
Député du Haut-Rhin

Dominique TIAN
Député des Bouches-du-Rhône

Alfred TRASSY-PAILLOGUES
Député de la Seine-Maritime

Georges TRON
Député de l'Essonne

Catherine VAUTRIN
Députée de la Marne

HUIT SÉNATEURS

Joël BOURDIN
Sénateur de l'Eure

Michel BECOT
Sénateur des Deux-Sèvres

Claude BIWER
Sénateur de la Meuse

Marcel DENEUX
Sénateur de la Somme

Roland DU LUART
Sénateur de la Sarthe

Adrien GOUTEYRON
Sénateur de la Haute-Loire

Philippe LEROY
Sénateur de la Moselle

Jacqueline PANIS
Sénateur de Meurthe-et-Moselle