

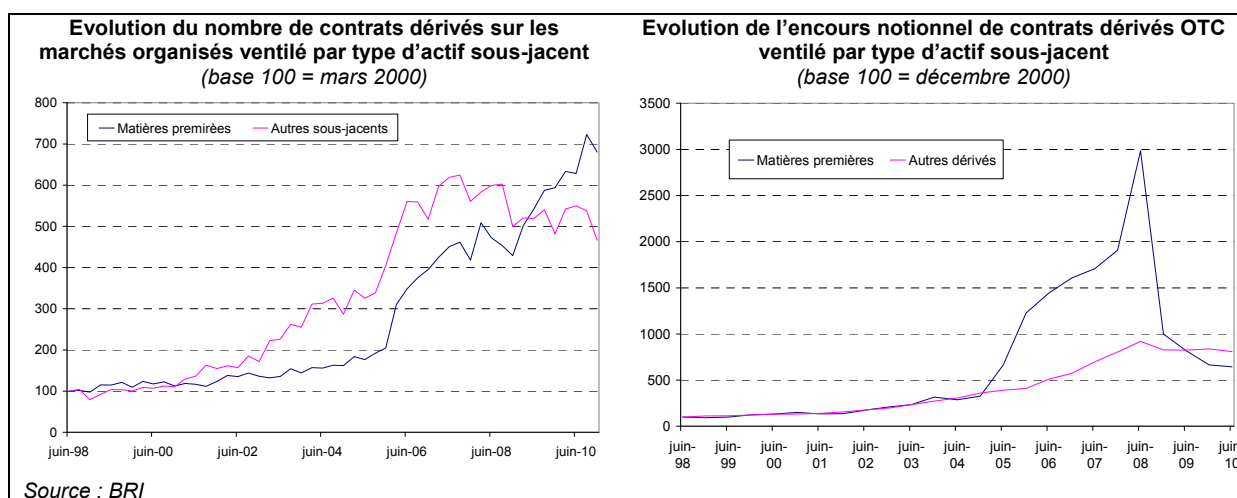
REGULATION DES MARCHES DE MATIERES PREMIERES : QUEL CADRE ENVISAGER ?

Depuis plusieurs années, on assiste à des à-coups brutaux des cours des matières premières, à une forte hausse du prix des biens de première nécessité, le tout couplé à une forte financiarisation des marchés de matières premières. En raison de l'impact de ces marchés sur les économies et la vie quotidienne des citoyens, ce sujet est devenu une réelle préoccupation pour les décideurs politiques. La France a ainsi décidé de porter le dossier de la régulation de ces marchés au cœur des débats, elle en a fait l'une des priorités de sa présidence du G20.

Fort de son expertise dans les marchés financiers, l'AMF a souhaité éclairer les débats en conduisant des réflexions sur l'encadrement des marchés de matières premières. Il n'y a en effet aucune raison de laisser ces marchés à l'écart du mouvement général de re-régulation. Il faut donc leur appliquer les mêmes principes que ceux mis en œuvre pour les marchés financiers, mais aussi instaurer des règles spécifiques pour permettre aux producteurs, intermédiaires financiers et consommateurs de cohabiter en bonne intelligence.

I. Etat des lieux :

L'existence des marchés financiers de matières premières remonte au XIX^{ème} siècle. Bien avant la multiplication des plateformes de négociation de titres financiers, les producteurs et utilisateurs de matière premières s'étaient organisés pour faciliter les échanges à terme et assurer plus de visibilité sur les prix auxquels ils pourraient vendre leur production ou acheter leurs matières premières. Les contrats à terme leur permettaient de se couvrir contre des variations futures des prix, et donc de planifier plus sereinement leurs investissements. La Chicago Board of Trade a ainsi été créée dès 1848. Mais depuis cette époque, les marchés de matières premières ont beaucoup évolué. Aujourd'hui coexistent sur ces marchés des producteurs, des utilisateurs finaux, mais aussi des négociants et des acteurs financiers. Le volume des échanges s'est considérablement accru. Depuis 2000, le nombre de contrats échangés sur des plateformes de négociation organisées de matières premières a été multiplié par 6, soit un rythme d'augmentation plus rapide que pour l'ensemble des marchés dérivés¹.



Enfin, dernière évolution, et non la moindre, les dérivés sur matières premières tendent aujourd'hui à être considérés par les gérants et les investisseurs comme une classe d'actifs à part entière, au même titre que les actions ou les obligations. Ces investisseurs financiers, qui n'ont pas vocation à stocker ou détenir les matières premières physiques, utilisent le plus souvent les marchés de dérivés pour exposer leur portefeuille à cette nouvelle « classe d'actifs » sans jamais en prendre directement livraison. Cette tendance s'est traduite par la création de nombreux indices représentatifs des différents segments du marché et par l'augmentation rapide d'une offre de produits de placement à destination des investisseurs (cf. encadré).

¹ Source : Banque des Règlements Internationaux

II. Quels sont les risques liés à cette évolution des marchés financiarisés de matières premières, et quelles mesures les régulateurs peuvent-ils prendre pour les atténuer ?

- **Les risques pour la stabilité financière :**

Les contrats dérivés de gré à gré, souvent à long terme, créent des interconnexions très fortes entre les principales institutions financières, et compliquent, en cas de faillite d'une institution, la capacité à couper simplement la branche morte du système financier : chaque contrat a ses conditions particulières de résiliation, de valorisation, qui allongent les procédures de liquidation tout en augmentant l'incertitude pour l'ensemble des institutions disposant de contrats avec l'institution en faillite, qui sont incapables de déterminer le montant qu'elles sont susceptibles de recouvrer. Ces incertitudes peuvent conduire à une défiance de l'ensemble des investisseurs envers le système financier, et déclencher des faillites en série par effet domino.

Afin de maîtriser ce risque, la solution soutenue par l'AMF est de :

=> **créer des chambres de compensation**, qui s'interposent entre les cocontractants, devenant ainsi contrepartie unique de chacune des institutions ; les contrats avec cette contrepartie centrale sont standardisés pour faciliter leur dénouement, et en cas de faillite d'une institution, la chambre de compensation joue un rôle de pare-feu.

- **Les risques d'abus de marché sur les marchés de matières premières**

Les abus de marché sont classiquement de deux types : l'utilisation d'information privilégiée, et la manipulation de marché, qui peut par exemple être réalisée en émettant des ordres trompeurs sur les intentions de leur émetteur ou en diffusant des fausses informations.

Pendant de nombreuses années, la faiblesse des montants échangés sur les marchés de matières premières a conduit les régulateurs, à l'exception notable des Etats-Unis, à concentrer leurs efforts de régulation, de détection et de répression des abus de marché sur les marchés d'actions. Avec l'augmentation des volumes échangés sur les marchés de matières premières, il convient de réviser cette approche et de renforcer les efforts de surveillance de ces marchés.

Les marchés de matières premières peuvent aussi donner lieu à d'autres types d'abus de marché, comme l'abus de position dominante (création d'un « corner ») : cela consiste, pour un intervenant de marché, à s'assurer la maîtrise d'un marché en acquérant une position significative lui permettant de peser sur les cours.

L'AMF estime donc qu'il faudrait :

=> **adapter le concept d'abus de marché aux marchés de matières premières, pour tenir compte de la position d'initié naturel de certains producteurs ou utilisateurs de matières premières**

Par exemple, sur les marchés de l'électricité, très sensibles aux aléas de production ou de consommation en raison de l'impossibilité de son stockage, l'information de la suspension de production d'énergie dans une installation donnée peut avoir un impact important sur les marchés. Or, les producteurs d'énergie ne peuvent immédiatement stopper la vente de leur production lorsqu'ils viennent à détenir une telle information, et se retrouvent donc en situation d'effectuer des transactions alors qu'ils sont initiés.

=> **travailler, filière par filière, sur la définition d'informations fondamentales sur la production ou la consommation que les principaux producteurs ou consommateurs seraient tenus de communiquer au marché pour éviter l'existence d'asymétries d'information.**

=> **donner le pouvoir aux régulateurs de fixer des limites de position individuelle sur certains marchés.**

On constate donc que la répression des abus de marché sur les marchés de matières premières nécessite une **adaptation du cadre réglementaire**, qui pourrait être entreprise à l'occasion de la révision de la Directive Abus de Marché.

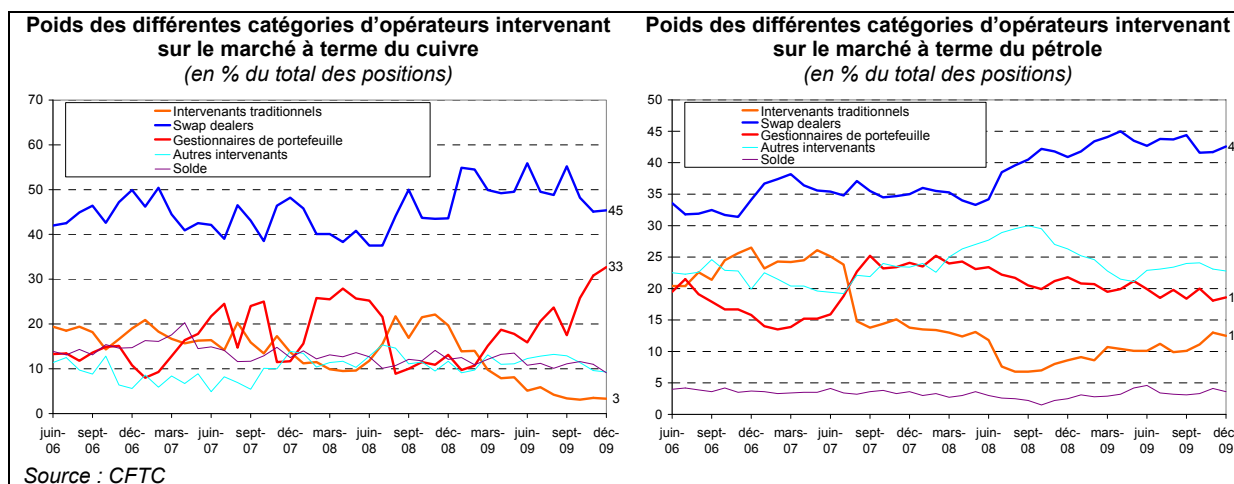
Au-delà de cette évolution réglementaire, **il faut aussi plus de transparence sur les transactions réalisées sur ces marchés** ; le régulateur doit disposer d'informations sur les transactions réalisées pour pouvoir détecter d'éventuels comportements suspects. Naturellement, ce reporting doit couvrir à la fois les transactions dérivées, mais aussi (dans un second temps car plus difficile à organiser) les transactions sur la matière physique, faute de quoi la vision partielle du marché ne permet pas au régulateur de comprendre les stratégies des uns et des autres.

Il convient donc, à la manière de ce qui est en train d'être mis en place pour les dérivés sur titres financiers, de :

=> **créer des bases de données centrales d'enregistrement des transactions, qui couvriraient à la fois les transactions sur les dérivés mais aussi qui intégreraient, dans des conditions à déterminer, certaines des transactions sur la matière première physique (contrats commerciaux).**

- **Les risques de déstabilisation du fonctionnement des marchés de matières premières en raison de la présence excessive d'acteurs financiers**

La part de marché des intervenants traditionnels sur les marchés de matières premières a baissé au cours des dernières années : ainsi, sur les marchés américains, elle est passée entre juin 2006 et décembre 2009 de 20% à 3% sur les marchés à terme du cuivre, ou de 20% à 13% pour le pétrole². Or, il est primordial que ces marchés gardent leur rôle premier de couverture contre les variations des cours, les intermédiaires financiers devant être présents pour contribuer à la liquidité du marché sans pour autant s'accaparer l'ensemble du marché.



Cette financiarisation des marchés de matières premières reflète le phénomène grandissant d'inclusion des matières premières en tant que classe d'actifs au sein des portefeuilles des investisseurs. En effet, au début des années 2000, la forte baisse des rendements boursiers résultant de l'éclatement de la bulle internet, combinée au faible niveau de taux d'intérêt provoqué par des politiques monétaires accommodantes ont incité les investisseurs à se diriger vers de nouvelles sources de rendement, d'autant qu'au même moment, le cours d'un certain nombre de matières premières s'est mis à augmenter de façon significative. Les placements de ce type se sont rapidement imposés comme un outil de diversification, permettant d'accroître la rentabilité des portefeuilles d'actifs, tout en offrant une protection contre l'inflation et en étant décorrélés du rendement des autres actifs financiers.

Les statistiques relatives aux types d'intervenants se limitent malheureusement aux marchés américains, qui sont les seuls à imposer une catégorisation des intervenants permettant d'en suivre les parts de marché respectives. **L'AMF considère qu'il faut :**
=> **importer en Europe, et si possible déployer au niveau international, cette catégorisation des intervenants sur les marchés de matières premières identifiant les producteurs et consommateurs d'un côté, et les intervenants financiers de l'autre, voire même une catégorisation différenciant les opérations adossées à des flux de matières premières physiques de celles qui ne le sont pas.** Sur la base de cette catégorisation, un suivi du fonctionnement du marché pourrait alors être réalisé, et des limites de position par catégorie d'intervenants pourraient être envisagées en cas de dérive. C'est à cette seule condition que la financiarisation de ces marchés pourra être maîtrisée.

Par ailleurs, les études sur l'impact réel de la financiarisation des marchés de matières premières et de la banalisation de l'investissement dans les matières premières en tant que « classe d'actif » alternative sont encore insuffisamment conclusives. **L'AMF estime qu'il faut :**
=> **encourager la poursuite de telles études pour améliorer la connaissance du fonctionnement de ces marchés et adapter en conséquence le cadre de régulation.**
Il s'agira notamment de s'assurer, au fil du temps, que les fonctionnements respectifs des marchés de dérivés et des marchés au comptant demeurent cohérents.

² Source : CFTC – Commodity Futures Trading Commission, agence fédérale américaine en charge de la surveillance des marchés de matières premières.

- **Les risques liés à l'absence de régulation de certains acteurs des marchés de matières premières**

Certains intervenants sur les marchés de matières premières, comme les filiales de trading des grands groupes industriels ou les grands négociants, ne font l'objet d'aucune régulation. Or en cas par exemple de comportements déloyaux, ces intervenants peuvent faire peser de réels risques pour l'intégrité du marché. Il est donc important de mettre en place un dispositif réglementaire qui permette d'encadrer les activités de ces intervenants et le cas échéant de les sanctionner.

De plus, il convient de surveiller de façon plus approfondie les pratiques de commercialisation de produits adossés à des matières premières, leur complexité les rendant parfois peu adaptés à une clientèle d'investisseurs particuliers.

L'AMF considère ainsi qu'il faut :

=> faire rentrer dans la sphère régulée l'ensemble des acteurs qui agissent sur les marchés de matières premières au-delà du simple besoin de couverture de leur production ou de leur consommation

=> renforcer le contrôle de la commercialisation de produits adossés à des matières premières, tout particulièrement lorsqu'elle est réalisée à destination des investisseurs non professionnels

=> imposer à ces intervenants des règles d'organisation, de capital réglementaire minimum, de prévention des conflits d'intérêts.

III. Conditions et limites de la mise en place d'un cadre de régulation des marchés de matières premières

Au-delà de ce travail d'identification des mesures nécessaires à une bonne régulation des marchés de matières premières, il faut également s'assurer de la mise en œuvre efficace de ces mesures, sans pour autant se méprendre au sujet de leurs effets sur le fonctionnement des marchés.

Deux conditions de mise en œuvre de ces mesures doivent être soulignées. Il nous faudra en effet :

=> créer des structures de régulation des marchés physiques, si possible au niveau européen. Il est tout à fait possible de s'inspirer en la matière des structures de régulation existant sur les marchés de l'énergie, telles que la Commission de Régulation de l'Energie en France ou l'Agence de Coopération des Régulateurs de l'Energie au niveau européen. Ces structures seront indispensables pour créer un réservoir de connaissance et de compétence sur les fondamentaux des marchés de chaque matière première, surveiller les marchés physiques, et collaborer avec le régulateur financier en charge de la surveillance des marchés dérivés (à l'image de la collaboration mise en place entre l'AMF et la CRE sur les marchés de l'énergie). A défaut, il sera impossible d'élaborer des règles de transparence des marchés physiques adaptées au fonctionnement de chaque filière, et le dispositif de régulation restera imparfait.

=> encourager l'application la plus large possible de ces règles, afin d'éviter tout risque d'arbitrage réglementaire. A titre d'exemple, les principaux contrats cotés en France sont des contrats sur le blé ou le maïs (et encore, les marchés directs sur ces matières premières sont le plus souvent des marchés étrangers plus développés) ; la mise en place d'un cadre de régulation national n'aurait donc aucun impact sur la surveillance de l'ensemble des autres marchés de matières premières (pétrole, métaux, autres matières premières agricoles, etc.), situés à Londres, Chicago, New-York, ou encore en Suisse ou en Asie.

Les pistes de régulation proposées dans cette note visent à créer les conditions d'un fonctionnement efficace et sécurisé des marchés de matières premières, au bénéfice de toutes les parties prenantes. Cependant, il convient de noter que leur mise en œuvre ne conduirait pas pour autant à une disparition de la volatilité des cours des matières premières. Cette volatilité est en grande partie issue de l'équilibre entre offre et demande, celui-ci changeant au gré des récoltes ou des découvertes de gisement, de la croissance mondiale, ou de la démographie. **Certes, la transparence des marchés ou la mise en place de limites de position peut contribuer à limiter les excès de volatilité, mais ces mesures ne permettent pas d'éradiquer les fluctuations de prix. Ce qui est au demeurant assez naturel, car le cadre de régulation proposé est inspiré des principes de régulation des marchés financiers, et vise à ce titre avant tout à assurer le bon fonctionnement du marché, et non à stabiliser les prix.**

Si la régulation des marchés de matières premières devait inclure un objectif de stabilisation des prix, il faudrait d'une part, être particulièrement exigeant en matière de transparence des marchés physiques (données sur la production, les stocks, étude des tendances de la demande, etc.), mais aussi agir sur d'autres leviers que ceux de la régulation financière (constitution de stocks de précaution ou mise en place de politiques de gestion concertées des stocks). Mais nous sortons là de la sphère de compétence du régulateur financier, et il revient à d'autres d'évaluer la faisabilité et la pertinence de telles mesures.

Encadré : les différents indices de matières premières et les supports d'investissement en matières premières

Un indice de matières premières investissable fournit un rendement obtenu via la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement passive, laquelle se caractérise de la façon suivante :

- seules les positions longues sur de tels indices sont possibles ;
- ces indices reposent exclusivement sur des contrats futures sur matières premières ;
- toutes les positions relatives aux futures sont garanties ;
- la stratégie retenue consiste à investir de manière passive dans un éventail de matières premières à partir desquelles l'indice est construit, sans chercher à évaluer ou à sélectionner une ou plusieurs matières premières spécifiques.

Ce type de stratégie (long-only) est le plus souvent choisi par les investisseurs institutionnels dont l'horizon de placement est éloigné, comme les **fonds de pension** ou les **fonds souverains**, par exemple. Toutefois, ces indices attirent également un nombre croissant d'investisseurs ayant un objectif de gain à plus court terme, comme les **hedge funds** par exemple, avec à la clé la mise en œuvre de stratégies actives beaucoup plus complexes d'arbitrage entre marchés et de paris relatifs à la volatilité de ces indices.

Outre le fait qu'ils constituent un moyen simple d'investir dans les matières premières et une référence en matière de performance de ce type de placements, les indices de commodities permettent également de suivre les tendances sur les marchés de matières premières, au comptant ou à terme. Ces indices peuvent être globaux, i.e., construits à partir d'un **panier représentatif** de l'ensemble des matières premières, ou bien concerner uniquement une **classe spécifique de matières premières** (agriculture, métaux, énergie, etc.).

Il existe un certain nombre d'indices de matières premières, dont les plus connus et les plus utilisés sont le Reuters/Jefferies Commodity Research Bureau Index (RJ/CRB), le Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI), et le Dow Jones AIG Commodity Index (DJ AIG CI). La principale différence entre ces indices réside dans la pondération attribuée à chaque matière première incluse. Au surplus, cette pondération n'est pas figée dans le temps, mais fait l'objet de mises à jour régulières, en fonction de critères tels que le niveau de production mondiale de la matière première concernée, ou bien la valeur de marché des contrats futures adossés. Dans la quasi-totalité des cas cependant, le pétrole est assorti de la pondération la plus importante.

Les principaux supports d'investissement utilisant ces indices comme sous-jacents sont les suivants :

- Les ETF (Exchange Traded Funds), sont des fonds indiciels traités, cotés et négociables en bourse ;
- Les ETC (Exchange Trade Commodities) font également l'objet d'une cotation en continu. Leur principale différence avec les ETF réside dans leur nature juridique, puisqu'un ETC est une obligation zéro coupon à durée indéterminée, tandis qu'un ETF est un OPCVM ;
- Les ETN (Exchange Traded Notes) répliquent le profil rendement/risque des principales stratégies d'investissement sur les marchés de matières premières (achat, vente, levier). Il s'agit de titres de dette senior et non subordonnée, dont la structure est ouverte, et qui peuvent répliquer la performance d'une seule matière première, contrairement aux ETF qui doivent respecter une règle de diversification ;
- Les certificats sont des valeurs mobilières cotées en bourse, émises par des institutions financières et donnant à leurs détenteurs le droit (mais non l'obligation) d'acheter ou de vendre une matière première ou un panier de matières premières à un prix fixé d'avance (prix d'exercice) jusqu'à une date donnée (la date d'échéance, de 1 à 8 ans). La nature juridique de cet instrument étant celle d'une obligation, un certificat est remboursé lorsqu'il arrive à échéance, non pas à sa valeur nominale comme dans le cas d'une obligation, mais en fonction de la valeur du sous-jacent et des caractéristiques inhérentes à chaque type de certificat. La liquidité de ces produits est assurée par leurs émetteurs (les établissements bancaires « teneurs de marché ») qui assurent en permanence une fourchette de prix achat/vente.