

Mesdames, Messieurs,

Le régulateur retraité que je suis est à la fois honoré et heureux de participer à cette réunion consacrée aux marchés de matières premières et de retrouver nombre de visages connus et amis.

A dire vrai, je dois confesser que ce sujet n'a guère figuré parmi les priorités au cours des quelque treize années que j'ai consacrées à la régulation des marchés. C'est à l'occasion des désordres qui ont accompagné la crise financière et aussi en étudiant le fonctionnement du marché des quotas de gaz à effet de serre que j'ai pris conscience des risques qui s'attachent à la situation présente dont le Premier Ministre Britannique et le Président de la République Française ont conjointement stigmatisé, en juillet 2009, la gravité.

Le sujet figure désormais, depuis la déclaration de Pittsburgh du 25 Septembre 2009, à l'agenda du G20. Il a récemment donné lieu à d'importantes réformes aux Etats-Unis, pays où les éventuels dysfonctionnements des marchés prennent souvent des proportions spectaculaires, mais provoquent aussi des réactions vigoureuses et rapides des pouvoirs publics. L'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs Mobilières) s'est saisie du sujet et a récemment publié un premier état des lieux et installé une Task Force co-présidée par la CFTC américaine et la FSA britannique. L'Europe, dans ce contexte, se doit également de prendre les mesures appropriées et de s'inscrire en cohérence avec les évolutions de ses partenaires. Tel est le sens de l'initiative prise, à la fin du mois d'Août dernier, par le Ministre Français de l'Economie, Christine Lagarde, avec ses collègues chargés de l'Environnement et de l'Agriculture, auprès de la Commission européenne, à la suite, notamment, des travaux de la Commission présidée par le Professeur Chevalier et de son rapport, publié en Février 2010.

Les autorités publiques, à commencer par les régulateurs, sont trop longtemps restées inactives sur ces sujets, appliquant, à l'extrême, le dangereux adage : « *quieta non movere* ». Aujourd'hui, il convient, avant de se lancer dans l'action, d'identifier clairement les caractéristiques et les causes des dysfonctionnements auxquels on veut porter remède. J'essaierai donc, avec modestie, de poser le diagnostic avant d'évoquer les grandes lignes d'une possible stratégie.

Les marchés de matières premières ne répondent plus parfaitement aux critères de leur bon fonctionnement.

Leur fonction première d'instrument de rencontre de l'offre et de la demande et de découverte d'un signal de prix robuste, nécessaire aux prises de décisions des acteurs économiques, est imparfaitement remplie, cependant que la régularité comme l'intégrité de leur fonctionnement sont fréquemment mises en question.

Qu'on se rappelle les incidents intervenus sur le marché américain de l'électricité, l'affaire Sumitomo sur le marché du cuivre, la récente manipulation sur le marché du cacao, les fraudes qui ont affecté le marché des quotas de CO₂ en 2009 et 2010.

Plus spectaculaire encore a été l'extraordinaire volatilité des cours du pétrole : 22 à 28 \$ le baril en 2000-2003, 100 \$ en 2004-2008, 145 \$ au premier semestre 2008, 36 \$ au second semestre, autour de 80 \$ depuis lors.

Sans doute les analyses conduites sur ces évolutions n'ont elles pas permis de discriminer précisément les causes de cette évolution.

On peut, cependant, identifier plusieurs phénomènes qui, séparément ou conjointement, et par delà les évolutions justifiées par les perspectives de la croissance dans le Monde, ont contribué à l'affaiblissement récent de l'efficience des marchés, au sens le plus large du terme.

Le premier est, sans doute, leur financiarisation. Longtemps marchés de producteurs et de consommateurs, associés à quelques intermédiaires et arbitragistes très spécialisés, dominés par les logiques d'offre et de demande physiques, les marchés de matières premières ont connu, au cours des années récentes un double phénomène de diversification des intervenants et d'explosion des produits dérivés sans accompagnement approprié leur environnement technique et réglementaire.

Les matières premières sont devenues une classe d'actifs parmi d'autres, support de diversification des portefeuilles de placement, d'activités purement spéculatives et d'arbitrage sectoriel et temporel. Aux cotés des industriels et des commerçants figurent désormais, de

manière croissante, les gérants d'actifs pour compte de tiers, les fonds de pension, les arbitragistes, les « hedge funds » et les départements de « trading » des grands intermédiaires financiers.

Le marché du pétrole illustre l'explosion du recours aux produits dérivés, bien au delà des besoins de couverture des intervenants commerciaux, avec un volume de transactions 35 fois supérieur à celui des volumes d'échanges physiques.

Cette situation contribue à modifier en profondeur le mécanisme de découverte du prix, moins influencé par les équilibres fondamentaux de l'offre et de la demande dont la volatilité naturelle ne devrait être fonction que des perspectives de l'offre et des tendances de la demande associées au trend de la macroéconomie, que par les interactions complexes entre stratégies d'arbitrage entre actifs de toutes natures, dans le temps et dans l'espace.

Le deuxième facteur n'est pas vraiment nouveau. Mais il prend une dimension accrue dans le contexte de la globalisation et de la financiarisation. Il s'agit de l'extrême fragmentation et de l'extrême hétérogénéité des infrastructures et des mécanismes de transaction. Aux côtés de marchés réglementés, répondant d'ailleurs à des règles différentes, se multiplient les plateformes d'échanges organisés et les transactions de gré à gré qui échappent à toute surveillance. Comme pour certains produits financiers, la prédominance du gré-à-gré non compensé et non régulé défie tout effort de rationalisation. Comme pour les produits financiers, les régulateurs ne captent qu'une partie mineure de l'activité, éclairée par leurs réverbères, cependant que l'essentiel se joue dans une jungle de moins en moins sûre. Dans ce contexte, l'apparition de risques systémiques n'est plus une hypothèse d'école et la commission d'abus de marché devient préoccupante. Enfin, la compétition entre places de marché, rendue plus vive par la globalisation et les innovations technologiques, peut exacerber, comme en matière financière, la tentation de la course au moins disant réglementaire. Il faut, à cet égard, souligner le retard pris en matière d'harmonisation internationale, et l'absence de standards comparables à ceux qui ont été progressivement élaborés dans le domaine financier depuis une quinzaine d'années, particulièrement par l'OICV.

Le troisième facteur découle du précédent : c'est l'opacité du marché, totalement en contradiction avec la condition première du bon fonctionnement des marchés, quels qu'ils soient : la transparence, la fiabilité, la cohérence d'une information dont l'accessibilité et la ponctualité devraient être garanties pour tous les acteurs. Toutes les études récentes ont démontré l'insuffisance de qualité et de quantité de l'information pour la plupart des grands

marchés de matières premières, faute de systèmes exhaustifs et actualisés de collecte des données fondamentales et faute de systèmes de « reporting » approprié des transactions.

Sur la base de ce constat, quelles pourraient être les composantes d'une stratégie de reprise en main pour l'Europe et, plus largement pour une architecture globale de la régulation des marchés de matières premières ?

Il me semble nécessaire de distinguer les problèmes de méthode, les problèmes de fond et les problèmes de moyens.

Quant à la méthode, il faut, en premier lieu, éviter de renouveler, pour les matières premières, les erreurs commises depuis une quinzaine d'années dans le domaine des marchés financiers, erreurs qui ont incontestablement contribué à aggraver la crise financière. Il faut, en conséquence, adopter une approche globale, qui ne laisse échapper à l'analyse, à la connaissance et, de manière proportionnée, à la régulation, entendue comme la combinaison des moyens nécessaires à la maîtrise de systèmes complexes, aucun des acteurs, aucun des instruments ni aucun des systèmes de transaction. La crise financière a mis en lumière les graves conséquences du développement incontrôlé d'activités non régulées par des acteurs non régulés : ce fut le drame du dévoiement de la titrisation. Fût-ce seulement pour les besoins de la connaissance des données et de la compréhension des marchés, il ne faut rien laisser dans l'ombre. Entendue au sens large, la régulation comprend la réglementation, la supervision, le contrôle et la sanction. Son intensité peut varier selon les sujets, mais elle doit toujours être exigeante en matière de collecte des données nécessaires à la compréhension de l'ensemble.

Pour l'Union Européenne, il faut également s'interroger sur le ou les véhicules juridiques à utiliser. A cet égard, deux options sont ouvertes : soit, tirant précisément la leçon de la financiarisation des marchés de matières premières, les traiter dans le cadre de la révision des grandes directives issues du plan d'action des services financiers, transparence, MIF, abus de marché, en veillant à les adapter aux spécificités des matières premières ; soit, solution qui aurait ma préférence, bâtir un cadre ad hoc, certes inspiré des directives sur les marchés financiers, mais formant un ensemble adapté à la spécificité des marchés de matières premières et susceptibles d'évoluer de manière autonome, et sans la contrainte technico-diplomatique propre aux difficiles négociations sur les marchés financiers. Il se pourrait, d'ailleurs, que la réponse à cette question dépende de l'analyse juridique qu'il convient de

conduire pour définir précisément les « commodities » et les instruments de leur négociation. Il apparaît, en effet, que les solutions en vigueur varient selon les pays et qu'une harmonisation est nécessaire autour de concepts clairs et communs à tous.

Quant au fond, on peut distinguer la régulation des acteurs, celle des produits et celle des systèmes de transaction. Sans doute est-il opportun, sur ces sujets, de s'inspirer des travaux conduits aux Etats-Unis, où le sujet a été traité de longue date et a été profondément revisité par la récente Loi Dodd-Frank

S'agissant des acteurs du marché, il faut abandonner le concept pervers d'entité non régulée, qui compromet, à la fois, la qualité du système d'information et la loyauté de la concurrence.

Force est ainsi de constater que la réglementation européenne existante aboutit aujourd'hui au paradoxe que des entreprises effectuant exactement le même type d'activité sur les marchés dérivés de matières premières sont soumises à des régimes de régulation totalement différents. Par ailleurs, des acteurs majeurs des marchés dérivés de produits de base, dont l'activité n'est pas uniquement orientée à des fins de couverture, sont aujourd'hui en dehors du périmètre de compétence des autorités de régulation. Ainsi en est-il des *traders* spécialisés sur les marchés de produits de base, ainsi que les filiales de *trading* des acteurs industriels qui ne sont pas couverts par la réglementation financière. Bien entendu, s'agissant de matières premières, on doit assortir un système d'enregistrement général des opérateurs d'obligations proportionnées à la nature de leur activité en distinguant, notamment, les industriels et les entreprises d'investissement, les activités pour compte propre et celles pour compte de tiers.

S'agissant des instruments, il convient, là aussi, de mettre un terme à une situation confuse, résultant de l'absence de cadre juridique clair, et qui confère aujourd'hui un traitement différent à des instruments analogues : un instrument financier négocié sur le marché réglementé, soumis à régulation, et un contrat à terme de gré à gré, exclu du champ. Il convient, en outre, en cohérence avec la démarche engagée par le G20 pour la régulation des dérivés financiers, d'engager un processus encourageant la standardisation, la négociation et la compensation sur des plates-formes organisées. La problématique des matières premières s'inscrit ici en cohérence avec le projet de règlement de la Commission européenne sur les dérivés, les chambres de compensation et les registres dépositaires.

S'agissant des infrastructures, le principal sujet concerne le statut des marchés « spot », le plus souvent non réglementés dans les présentes circonstances et qui présentent des caractéristiques propres qui les différencient des marchés « cash » d'instruments financiers.

En effet, la liaison physico-financière revêt, pour les matières premières, une importance cruciale qui pourrait justifier une intervention plus active des régulateurs de marché.

Le contenu de la réglementation appelle, enfin des solutions adaptées, sans doute différentes, dans leurs modalités, de celles en vigueur pour les marchés d'instruments financiers, particulièrement en ce qui concerne l'information et les abus de position dominante.

A la différence de l'information financière des sociétés cotées, dont la discipline repose principalement sur les émetteurs d'instruments financiers, les sociétés elles-mêmes, sur leurs états financiers et sur les événements majeurs qui les concernent, l'information sur les marchés de matières premières est largement exogène par rapport aux acteurs et, lorsqu'elle les concerne, revêt souvent un caractère propriétaire et stratégique qui peut rendre leur diffusion préjudiciable à leurs intérêts fondamentaux. Il faut, en conséquence, définir de manière spécifique le contenu de l'information nécessaire au marché et les obligations des acteurs, y compris, ce qui n'est pas évident, les autorités publiques elles-mêmes. L'analyse du marché des quotas de CO₂ est, à cet égard, particulièrement éclairante. Les caractéristiques de la définition et de la sanction du délit d'initié doivent être adaptées en conséquence.

En ce qui concerne les abus de position dominante, les marchés de matières sont affectés, de manière spécifique, par la question de la relation entre les échanges physiques et les transactions financières. L'abus de position dominante, par la construction de positions permettant de « squeezer » le marché ou de le mettre en « corner » appelle des solutions spécifiques, même si, dans son principe, l'abus peut également exister sur les marchés d'instruments financiers. La question du contrôle des limites de position revêt ici un caractère crucial.

Je souhaite, pour terminer, évoquer la mission et la nature du régulateur.

Certaines matières premières sont, en effet, soumises à une régulation économique, ou industrielle, qui peut concerner la formation des prix, la qualité des produits, les conditions mêmes de mise en production. C'est notamment le cas en matière d'énergie et pour certains produits agricoles. Se pose, dès lors, la question du rôle respectif du régulateur de marché et du régulateur de produit dans la mise en œuvre de la supervision des marchés de matières premières.

Je suis favorable à une solution de séparation fonctionnelle, assortie d'un dispositif de coopération opérationnelle organisée, solution dont j'ai pu constater l'efficacité en France dans le secteur de l'énergie où prospère une coopération confiante entre la Commission de Régulation de l'Énergie, et l'Autorité des Marchés Financiers. Le projet de Loi en cours de discussion au Parlement français précise d'ailleurs les modalités de cette coopération,

conformément aux considérants des directives relatives au « Troisième Paquet Energie ». Dans cette configuration, le régulateur « économique » est en charge des équilibres fondamentaux et de la mise en œuvre de la politique propre au secteur, et le régulateur de marché exerce la même fonction que pour le marché financier : surveillance de son bon fonctionnement, protection des investisseurs, contrôle et sanction des abus. Il doit ainsi pouvoir s'assurer du respect des règles de conduite, contrôler et, éventuellement, limiter les positions et participe à la prévention du risque systémique. En résumé, le régulateur sectoriel exerce une surveillance macro ou meso économique, cependant que le régulateur de marché exerce la supervision quotidienne au niveau le plus fin du système de transactions. Tous deux échangent les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives. Bien entendu, il me paraît inopportun de reproduire le modèle américain de régulation financière qui répartit les compétences entre deux institutions, la SEC, compétente pour les valeurs mobilières et certains dérivés et la CFTC, chargée des « commodities » et des « futures ». Cette organisation complexe n'a de justification qu'historique et ne perdure qu'en raison des particularismes du système politique américain et de la compétition entre commissions parlementaires, les Commissions de l'Agriculture étant farouchement attachées à leur tutelle sur la CFTC.

Au niveau de l'Union européenne, il me semble donc souhaitable d'organiser une implication directe de la future ESMA dans la régulation de marché, en coopération avec les agences sectorielles et dans l'esprit de la réforme en cours. Je me réjouis, au passage, de l'aboutissement prochain de cette réforme, pour laquelle j'ai milité pendant de nombreuses années. Il aura fallu tout le talent de Jacques de Larosière pour venir à bout d'une trop longue procrastination en ce domaine. Il faut maintenant bâtir avec résolution ce réseau intégré d'autorités nationales, fermement piloté par une tête de réseau chargée de standardiser les méthodes, d'organiser les coopérations, de vérifier la conformité des pratiques et de prendre directement en charge les questions d'intérêt commun au niveau européen.

Mesdames, Messieurs, l'un des rares effets positifs de la crise financière aura été, comme c'est souvent le cas en matière de construction européenne, de nous guérir de certaine fatigue réformatrice et de nous permettre de retrouver la vision, l'ambition et le dynamisme des années de lancement du Plan d'Action des Services Financiers. Je forme le vœu que l'organisation des marchés de matières premières constitue un nouveau point d'application de cette dynamique et que l'Europe rattrape rapidement son partenaire américain, sous l'impulsion résolue du Commissaire Barnier.

Il est clair, au demeurant, que ces sujets doivent être traités dans une perspective globale et que l'action de l'Europe doit s'inscrire dans la perspective de la construction d'une architecture mondiale de la régulation des marchés de matières premières. Il n'est donc pas besoin de souligner l'importance des décisions qui seront prises, dès l'année prochaine, par le G20 dans ce domaine. Je crois pouvoir témoigner de l'engagement de la présidence française pour que soient accomplis les progrès nécessaires qui, par delà le fonctionnement des marchés, conditionneront la robustesse de la croissance et la stabilité de l'économie mondiales.

