

**« La financiarisation des marchés de matières premières :  
quels enjeux pour les régulateurs ? »**

**Contribution au Colloque du Conseil scientifique de  
l'Autorité des marchés financiers (AMF) organisé  
conjointement avec la Commission de régulation de  
l'énergie (CRE)**

**Christine Le Bihan-Graf** – Directeur Général, CRE

**Fadhel Lakhoua** – Directeur des affaires financières et de la surveillance des  
marchés de gros, CRE

**Claire Gall** – Analyste, Département de la surveillance des marchés de gros, CRE

*La Commission de Régulation de l'énergie, régulateur sectoriel de l'électricité et du gaz, exerce des compétences couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur de ces deux secteurs. Les missions de la CRE portent en effet à la fois sur des activités en concurrence (production, activités de marché, commercialisation) et sur des activités en monopole (réseaux et infrastructures de transport et de distribution d'électricité et de gaz).*

*Une des compétences de la CRE dans le champ des activités concurrentielles, la surveillance des marchés de gros de l'électricité et du gaz, est mise en œuvre depuis la loi du 7 décembre 2006. Cette compétence a été élargie, fin 2010, à la surveillance des transactions effectuées sur le marché du carbone par les acteurs des marchés de gros de l'électricité et du gaz, de même qu'a été instauré un principe de coopération entre la CRE et l'AMF dans le domaine de la surveillance des marchés de gros de l'électricité, du gaz et du CO2.*

*Des réflexions sont en cours, aux plans national et européen, sur des questions couvrant de façon plus générale la supervision des marchés des matières premières (ou commodités). Dans ce contexte, l'objectif de cet article est de revenir sur les principaux faits marquants des activités menées par la CRE dans le domaine de la surveillance des marchés, et d'en tirer des enseignements pour la problématique plus générale de supervision des marchés de matières premières. Pour ces marchés, les fondamentaux et les sous-jacents physiques sont déterminants et représentent une spécificité toute particulière par rapport aux marchés financiers plus classiques. Cette spécificité doit donc être prise en compte et correctement déclinée par commodité dans un cadre de supervision adapté, à côté d'un corpus de règles issu de la supervision des marchés financiers.*

- I. **La CRE surveille les marchés de gros de l'électricité et du gaz depuis la loi du 7 décembre 2006. Cette mission s'effectue en lien étroit avec les fondamentaux des marchés de l'énergie.**

1. **Un ancrage dans l'analyse des fondamentaux explicite à la lecture du cadre juridique applicable ...**

- a) *Un ancrage qui figure dans les articles de loi confiant un rôle à la CRE pour la surveillance des marchés de gros de l'électricité et du gaz ...*

La loi du 10 février 2000 fixe et détaille l'ensemble des missions de la CRE, dont la surveillance des marchés de gros. La loi du 7 décembre 2006 est venue modifier le périmètre de surveillance de la CRE qui avait auparavant une compétence limitée aux marchés organisés, ce qui en pratique portait uniquement sur les échanges d'électricité effectués sur la bourse Powernext.

L'article 28 de la loi du 10 février 2000, modifié par la loi du 7 décembre 2006, dispose ainsi que la CRE « ***... surveille, pour l'électricité et pour le gaz naturel, les transactions effectuées entre fournisseurs, négociants et producteurs, les transactions effectuées sur les marchés organisés ainsi que les échanges aux frontières. Elle s'assure de la cohérence des offres des fournisseurs, négociants et producteurs avec leurs contraintes économiques et techniques.*** »

Le législateur a ainsi élargi le rôle de surveillance confié à la CRE, qui couvre l'ensemble des transactions, tout en inscrivant cette mission dans l'analyse des fondamentaux, à travers la vérification de la cohérence des offres des acteurs de marché avec leurs contraintes économiques et techniques. Dans le cas des producteurs ou fournisseurs d'électricité et de gaz, catégorie importante d'acteurs sur les marchés de gros, ces contraintes peuvent par exemple être liées aux modalités ou incapacités de fonctionnement des centrales de production, aux clauses existant dans les contrats d'approvisionnement de gaz, ou encore aux contraintes ou congestions apparaissant sur les réseaux d'acheminement d'énergie.

Le champ couvert par cette mission de surveillance porte sur l'ensemble des transactions, indépendamment de la place de marché sur laquelle elles se déroulent (bourse, plateforme d'échanges électroniques, échange bilatéral non intermédié). Il s'agit là d'une différence importante par rapport aux compétences des régulateurs financiers en termes de surveillance des marchés, qui sont déclinées de manière différenciée selon la place de marché (réglementée, comme la bourse, ou non).

- b) *... ancrage qu'on retrouve également depuis que la LRBF a confié à la CRE un rôle dans la supervision du marché du carbone ...*

La commission Prada, chargée de formuler des recommandations concernant la régulation des marchés du carbone, a conclu ses travaux au printemps 2010. Cette commission a réuni les régulateurs concernés et les acteurs de marché (assujettis, acteurs financiers). Le rapport Prada a recommandé de donner compétence aux régulateurs financiers sur l'ensemble du marché du CO<sub>2</sub> **dans tous les Etats membres et d'élargir le champ des compétences des régulateurs de l'énergie à l'analyse des fondamentaux et des interactions entre marché du CO<sub>2</sub> et marchés de l'énergie.** De façon préalable à la mise en place d'une telle architecture de surveillance au niveau européen, la Commission Prada a

recommandé, au plan national, de donner, dès 2010, compétence à l'AMF sur le marché au comptant du CO<sub>2</sub> en France, d'organiser la coopération avec la CRE et d'élargir le champ de compétence de la CRE à l'analyse des interactions entre marchés de l'énergie et marché du CO<sub>2</sub>.

Le socle des recommandations de la Commission Prada se retrouve dans la Loi sur la Régulation Bancaire et Financière (LRBF) adoptée le 22 octobre 2010 :

- la LRBF **donne compétence à l'AMF sur le marché au comptant du CO<sub>2</sub>**. Il convient de noter que l'AMF n'était auparavant compétente que sur les produits à terme, dès lors qu'ils répondaient aux exigences en termes de qualification juridique comme étant des instruments financiers.
  - **la LRBF étend la mission de la CRE à l'analyse de la cohérence entre les fondamentaux des marchés de l'énergie et les transactions réalisées sur le marché du CO<sub>2</sub>**. L'article 28 de la loi du 10 février 2000 dispose désormais que « [...] **la Commission de régulation de l'énergie surveille les transactions effectuées par les fournisseurs, négociants et producteurs d'électricité et de gaz naturel sur des quotas d'émissions de gaz à effet de serre, [...] afin d'analyser la cohérence de ces transactions avec les contraintes économiques, techniques et réglementaires de l'activité de ces fournisseurs, négociants et producteurs d'électricité et de gaz naturel.** ». Comme dans le cas des transactions sur les marchés de gros de l'électricité et du gaz, le cadre législatif place l'analyse des fondamentaux du marché du carbone, qui, dans une large mesure, sont également partagés avec les fondamentaux des marchés de l'énergie, au centre de la nouvelle compétence donnée à la CRE.
  - la LRBF instaure le principe de coopération entre l'AMF et la CRE, principe qui figurait déjà dans les directives européennes dites du troisième paquet (juillet 2009) et qu'on retrouve également dans le projet de règlement REMIT (cf. infra).
- c) ... et qui justifie l'apport de la CRE dans le cadre de l'accord de coopération avec l'AMF

Le principe de coopération entre la CRE et l'AMF a été formalisé et précisé dans un protocole d'accord rendu public en décembre 2010 qui couvre l'électricité, le gaz, le CO<sub>2</sub> et les produits dérivés dont ils constituent le sous-jacent. Il précise les modalités de saisines réciproques prévues par la LRBF et les principes d'échanges mutuels d'information<sup>1</sup>.

Le protocole d'accord détaille, par ailleurs, des exemples d'information et d'assistance mutuelle que peuvent s'apporter les deux autorités. L'apport de la CRE pourra notamment porter sur des informations relatives aux fondamentaux des secteurs de l'électricité, du gaz ou du CO<sub>2</sub> :

- « données nécessaires à la reconstitution de l'ensemble des transactions réalisées sur les produits [...] ;
- données relatives à la production et à la consommation réelle des produits sous-jacents [...] ;

---

<sup>1</sup> La LRBF donne en effet explicitement la faculté aux deux autorités de s'échanger de l'information sans enfreindre les règles de secret professionnel qui s'imposent à elles.

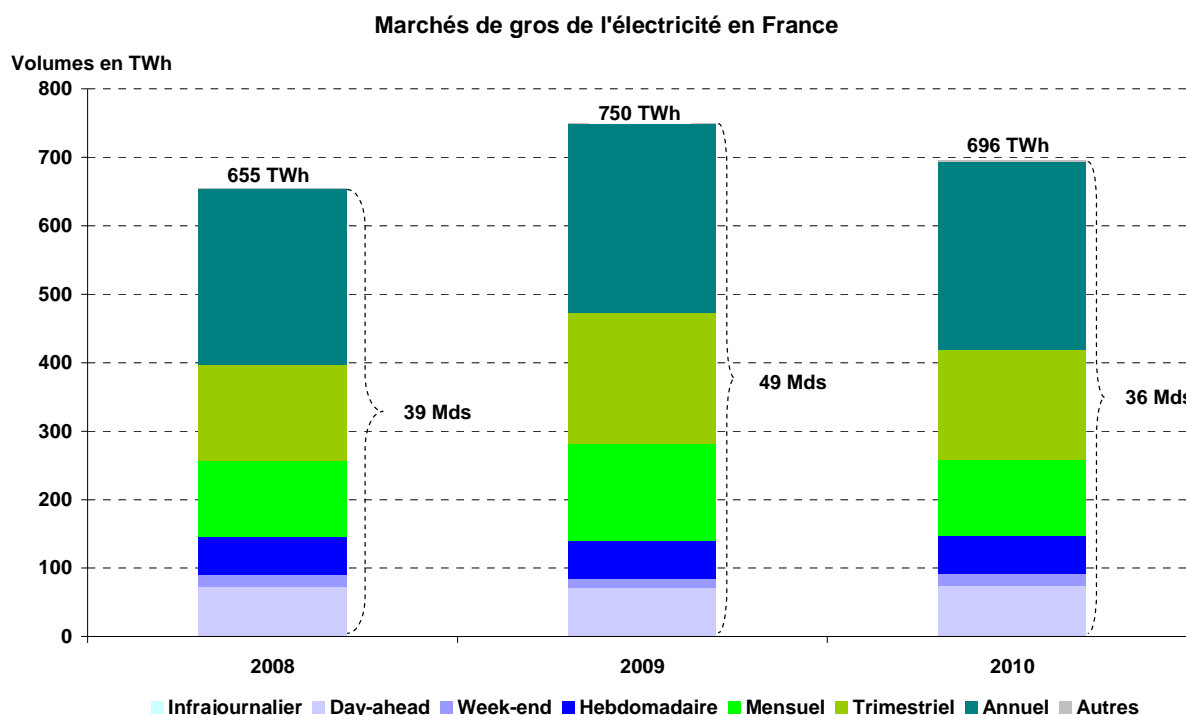
- informations de nature opérationnelle concernant les infrastructures de nature à influencer sur les transactions [...]. »

## 2. ... et qui se retrouve dans la mise en œuvre concrète de la surveillance des marchés de gros de l'énergie

Le dispositif de surveillance des marchés de gros s'est progressivement mis en place en 2007 après l'adoption de la loi du 7 décembre 2006. Il s'appuie sur un système de collecte de données<sup>2</sup> couvrant :

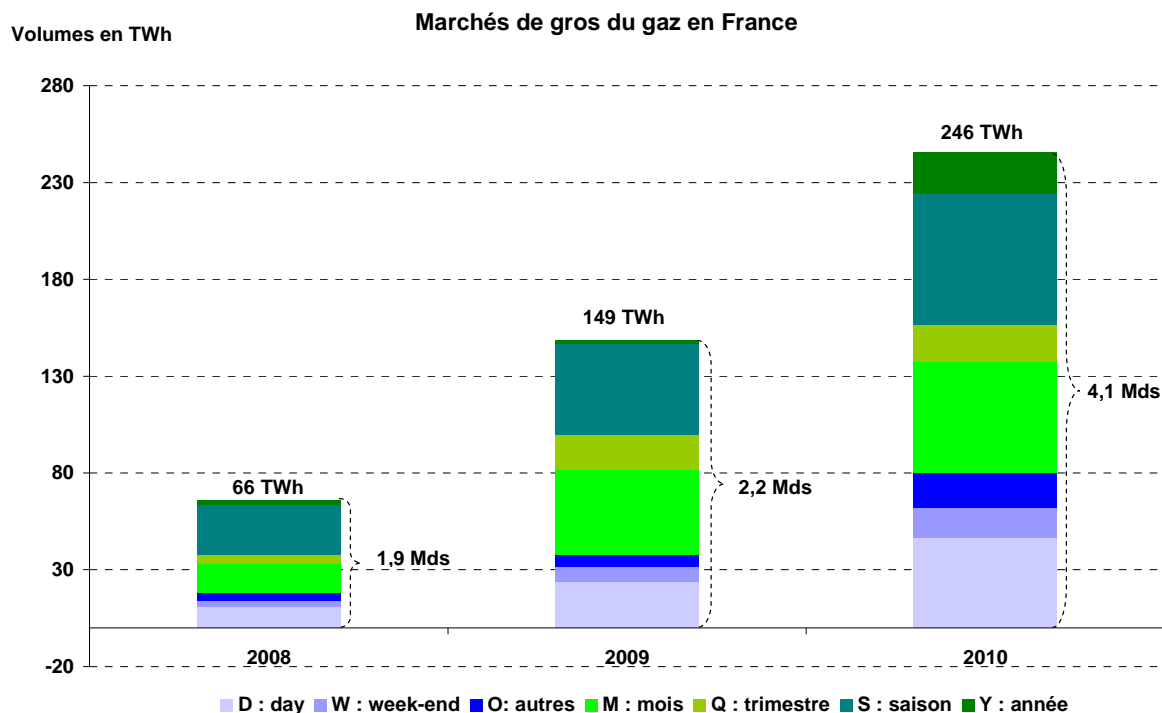
- **les transactions** avec l'ensemble des informations correspondantes (nom des contreparties, quantité échangée, prix, horaire de la transaction). A l'exception d'enquêtes spécifiques entraînant des demandes d'information directement auprès de certains acteurs, une collecte centralisée est privilégiée auprès des bourses et des intermédiaires (brokers) concernés. Les données reçues permettent notamment d'apprécier la volumétrie et la liquidité des marchés de gros de l'électricité et du gaz. (**graphiques 1 et 2**). Ces données sont par la suite restituées sous forme agrégée dans les publications de la CRE, améliorant ainsi la connaissance des acteurs du marché sur l'environnement dans lequel ils opèrent.

**Graphique 1**



<sup>2</sup> La CRE dispose, dans le cadre de l'ensemble de ces missions, d'un droit d'accès à l'information et d'un droit d'enquête, précisés dans l'article 33 de la loi du 10 février 2000.

## Graphique 2



Sources : Bourses, brokers

- **les fondamentaux** : les informations relatives aux nominations et livraisons physiques, aux programmes d'appel ou encore aux coûts marginaux de production d'électricité sont collectées auprès des gestionnaires de réseaux (électricité, gaz) et des principaux producteurs d'électricité (**Tableau 1**).

Tableau 1

	Données sur les transactions	Données sur les marchés	Données sur les fondamentaux
Electricité	Produits, prix, volumes, dates, contreparties, etc. sur les bourses et OTC intermédiées (brokers)	Noms des acteurs de marché, prix sur d'autres bourses européennes, indices de prix OTC, etc.	Disponibilité prévisionnelle et effective des centrales, programmes de production en J-1, prévisions de consommation, coûts de fonctionnement des centrales, achat des pertes, enchères VPP, échanges aux frontières, injections/soutirages sur les réseaux, prix des combustibles, prix du CO2 etc.
Gaz			Flux sur les réseaux, consommation, échanges en zones de prix, échanges aux frontières, utilisation des stockages, prix des autres combustibles fossiles, etc.

Cette dernière catégorie de données est primordiale pour suivre la cohérence des transactions effectuées sur les marchés de gros de l'énergie avec les fondamentaux sectoriels. De fait, la mise en œuvre de sa mission de surveillance depuis maintenant plus de quatre ans a conduit la CRE, à côté du suivi régulier effectué sur les marchés<sup>3</sup>, à procéder à des travaux d'analyse ou d'audits approfondis où les fondamentaux sectoriels apparaissent déterminants dans la compréhension de la formation des prix sur les marchés de gros ou de certains événements ou incidents de marché.

a) L'audit, puis le suivi régulier des modèles d'optimisation des parcs de production, permettent de vérifier la cohérence des offres de l'acteur dominant sur le marché de l'électricité et l'absence d'exercice de pouvoir de marché

La CRE a conduit au cours du second semestre 2009 un audit approfondi des modèles utilisés par EDF pour optimiser ses moyens de production et intervenir sur les marchés de gros. **D'une manière générale, l'optimisation d'actifs physiques (ou de contrats d'approvisionnement) est au cœur de l'activité des principaux producteurs d'électricité et sous-tend également une part importante de leurs interventions sur les marchés de gros.** Ce constat est d'ailleurs invoqué par différents acteurs européens dans le cadre des discussions en cours sur la révision de la régulation financière pour justifier un traitement différencié de celui des autres acteurs financiers intervenant également sur les marchés de l'énergie ou des matières premières.

Dans le cas spécifique d'EDF, les audits menés et le suivi régulier des modèles d'optimisation ont pour objectif de vérifier que l'acteur dominant sur le marché français, tant sur la production que sur le négoce ou la commercialisation, n'abuse pas de sa position dominante. **La démarche retenue permet de comprendre notamment la façon dont EDF valorise ses moyens de production et, par conséquent, formule ses offres sur les marchés de gros.**

Les conclusions de ces travaux sont rendues publiques dans le cadre des rapports annuels sur le fonctionnement des marchés de gros publiés par la CRE. Les audits menés sur les méthodes de valorisation par EDF de son parc de production nucléaire et hydraulique ne remettent pas en cause les principes de valorisation retenus.

**A la suite de ces audits, un suivi régulier de l'écart entre prix spots sur la bourse de l'électricité et coûts marginaux du système de production d'EDF a été mis en place.** Cet écart, évalué en moyenne à 3,3% sur l'année 2009 (hors pic de prix du 19 octobre 2009), se situe à des niveaux qui ne caractérisent pas un abus de position dominante.

b) L'enquête sur le pic de prix de l'électricité d'octobre 2009 a mis en évidence l'importance de la transparence des données prévisionnelles de production. L'UFE a depuis considérablement amélioré son dispositif de publication de données.

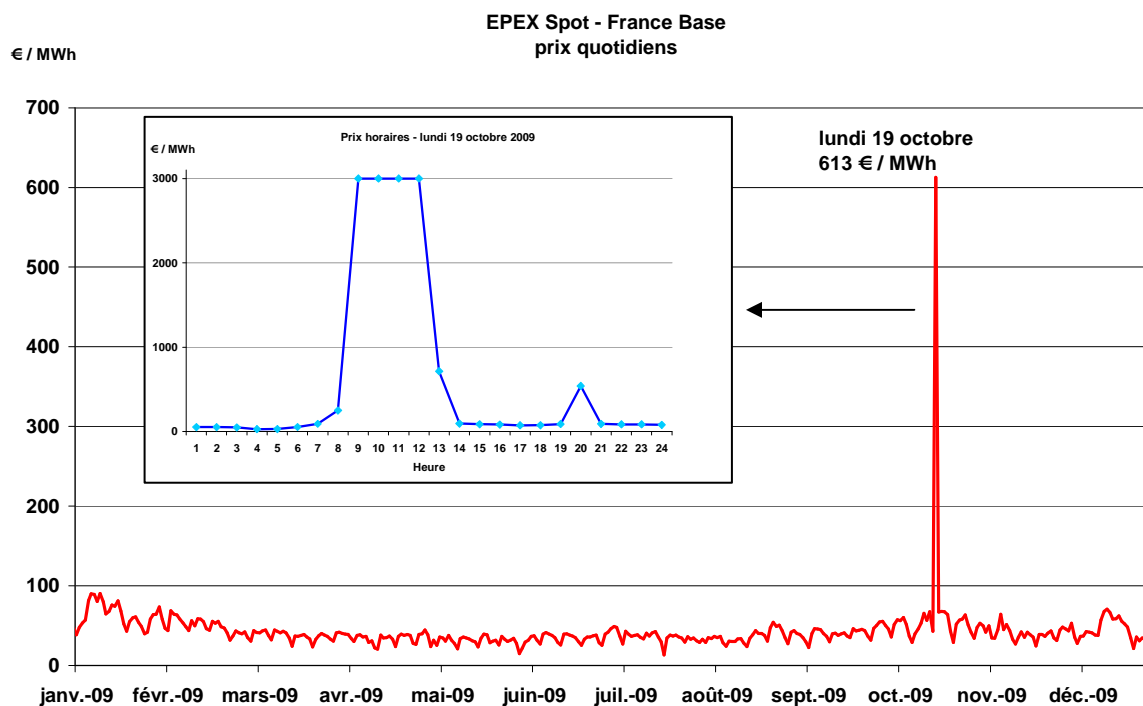
**L'occurrence de pics de prix n'est pas un événement exceptionnel sur les marchés spots de l'électricité, dans la mesure où l'électricité ne se stocke pas et où de faibles variations d'offre ou de demande d'électricité peuvent, en cas de tension sur le système électrique, entraîner de fortes variations de prix.**

---

<sup>3</sup> A travers notamment des publications trimestrielles : l'observatoire et les indicateurs des marchés de gros.

L'occurrence de pics de prix nécessite toutefois un examen approfondi car elle peut également révéler des dysfonctionnements sur le marché de gros. La CRE a, en particulier, mené un audit approfondi lors du pic de prix de l'électricité d'octobre 2009 (**graphique 3**), lorsque les prix spots avaient atteint durant quatre heures (de 8h à 12h) le niveau de 3000 €/MWh, soit le maximum technique autorisé par la bourse (EPEX Spot).

**Graphique 3**



Source : EPEX Spot

Les conclusions de cet audit ont été rendues publiques<sup>4</sup>. Dans sa délibération du 20 novembre 2009, la CRE a indiqué que la brutale tension sur les fondamentaux de production et sur les prévisions d'équilibre entre offre et demande à la veille du 19 octobre constituait le fait générateur du pic de prix constaté le lendemain. Dans le contexte d'une disponibilité réduite du parc de production, du fait notamment des arrêts programmés ou fortuits du parc de production nucléaire, cette tension résultait de la conjonction de deux facteurs :

- une révision des estimations de consommation du vendredi au dimanche pour le lundi 19 octobre (+3 000 MW) et un pic de consommation enregistré le 19 octobre ;
- une révision des estimations de disponibilité du parc de production du vendredi au dimanche pour le lundi 19 octobre (-4 100 MW), essentiellement en raison d'arrêts fortuits concernant le parc nucléaire et la centrale hydraulique de pointe de Grand-Maison le dimanche matin. Cette dernière centrale a pu être remise en service en fin de journée le 18 octobre.

<sup>4</sup> Délibération du 20 novembre 2009, [http://www.cre.fr/fr/content/download/9163/159194/file/091120\\_CommunicationPicPrix.pdf](http://www.cre.fr/fr/content/download/9163/159194/file/091120_CommunicationPicPrix.pdf)

En conséquence, la CRE a demandé à EDF de mettre en œuvre les moyens nécessaires pour renforcer la fiabilité des données prévisionnelles de son parc de production. Elle a demandé, en outre, à l'UFE d'améliorer la transparence des données prévisionnelles en rappelant à cet égard l'importance qui s'attache à la publication des arrêts fortuits par centrale.

L'UFE a, depuis, mis en œuvre de nouvelles mesures visant à améliorer le degré de transparence sur le marché de gros français de l'électricité :

- depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2010 : publication de la puissance disponible prévisionnelle à court et moyen terme, pour chaque unité de production dépassant 100 MW ;
  - depuis le 14 décembre 2010, publication des indisponibilités totales non programmées de chaque unité de production de plus de 100 MW, dans les 30 minutes suivant leur survenance<sup>5</sup> ;
  - des améliorations ont également été annoncées par RTE et l'UFE le 25 janvier 2011<sup>6</sup> et portent notamment sur la publication de la prévision de production éolienne pour la journée du lendemain, mise quotidiennement à disposition des acteurs du marché.
- c) La déconnexion entre prix du gaz sur le marché et indexation des contrats long terme, contexte de fond à des travaux de surveillance des marchés de gros du gaz

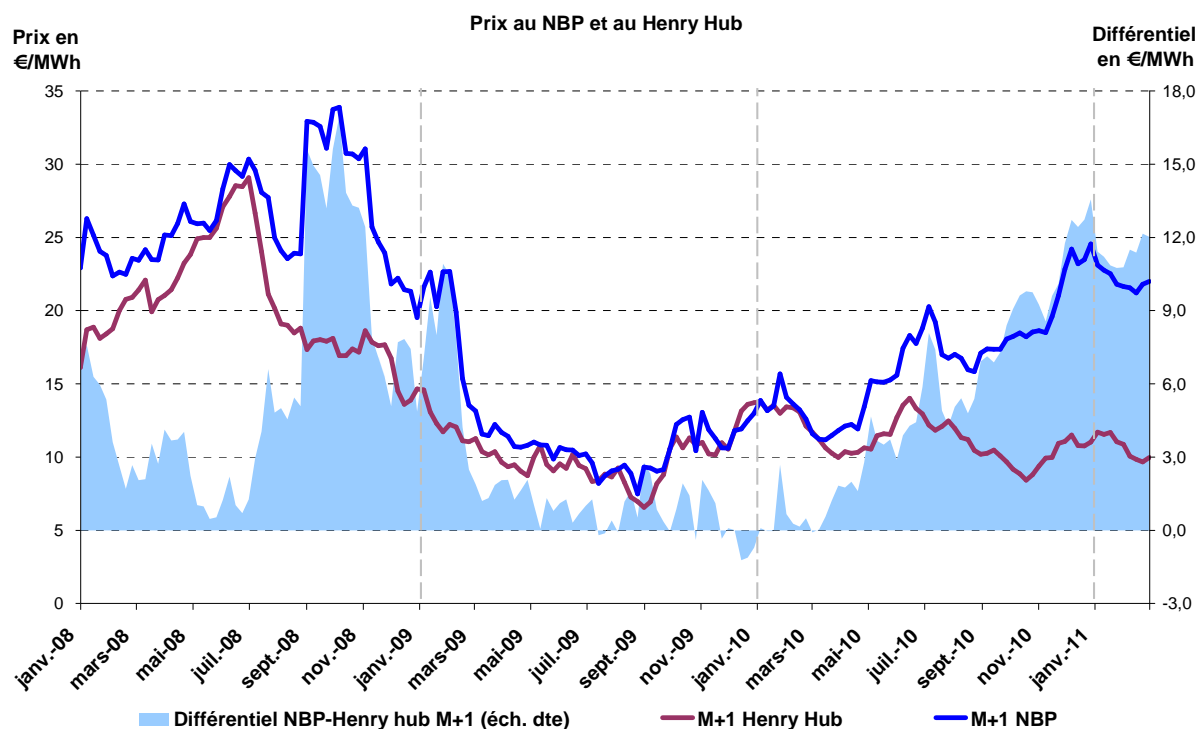
Les marchés de gros du gaz ont connu une évolution majeure depuis fin 2008, avec l'apparition d'excès d'offre de gaz sur les marchés mondiaux, alors même que la récession économique réduisait la demande. Les excédents de gaz ont été favorisés par le développement du GNL et, surtout, par le développement des gaz non-conventionnels, aux Etats-Unis. Ce dernier facteur a représenté une rupture technologique majeure et a contribué à la nette détente des prix de gros du gaz (**graphique 4**). Les prix de gros américains (indice Henry Hub) restent en particulier nettement plus bas que les prix européens.

---

<sup>5</sup> [http://www.ufe-electricite.fr/IMG/pdf/01\\_2010\\_12\\_14\\_cp\\_ufe\\_rte\\_vf.pdf](http://www.ufe-electricite.fr/IMG/pdf/01_2010_12_14_cp_ufe_rte_vf.pdf)

<sup>6</sup> [http://www.ufe-electricite.fr/IMG/pdf/cp\\_ufe\\_rte\\_pour\\_une\\_transparence\\_accrue\\_du\\_march\\_franais\\_de\\_l\\_electricit.pdf](http://www.ufe-electricite.fr/IMG/pdf/cp_ufe_rte_pour_une_transparence_accrue_du_march_franais_de_l_electricit.pdf)

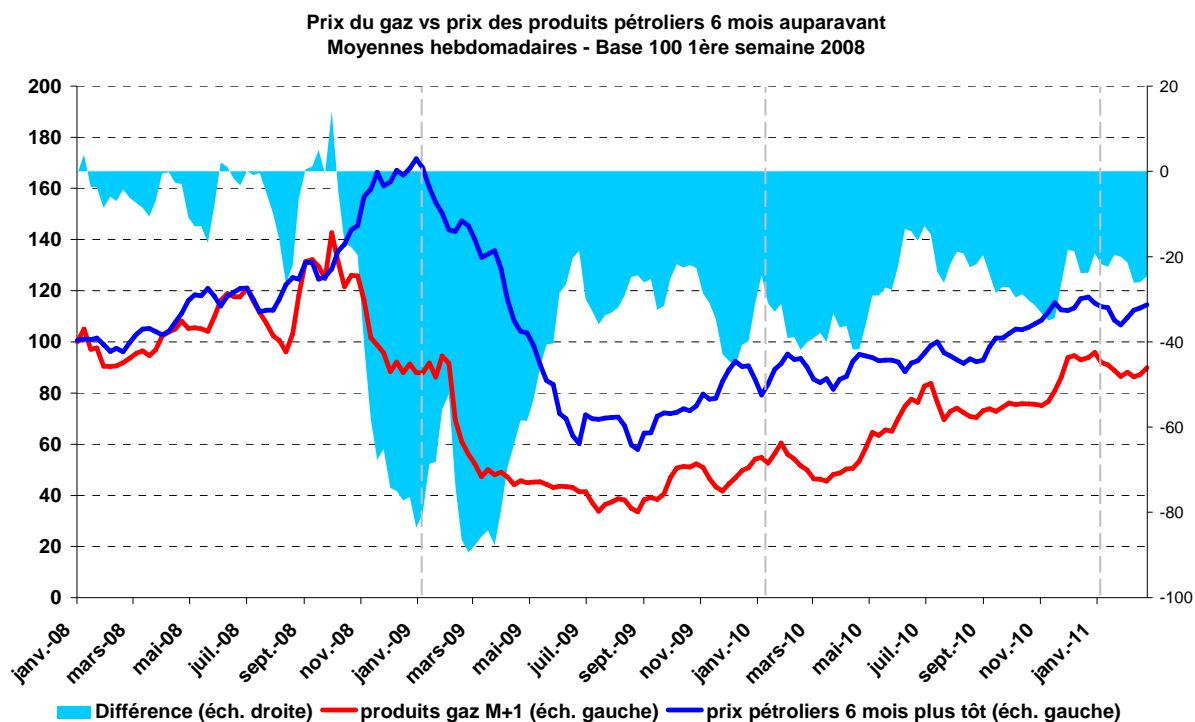
## Graphique 4



Sources : Heren, Bloomberg

Dans ce contexte, les prix de marché se sont déconnectés des prix du gaz issus des contrats d'importation à long terme et qui sont indexés sur le pétrole (**graphique 5**). Cette évolution, amorcée au cours du second semestre 2008, s'est accentuée au cours de l'année 2009. Elle s'est depuis résorbée en partie au cours de l'année 2010.

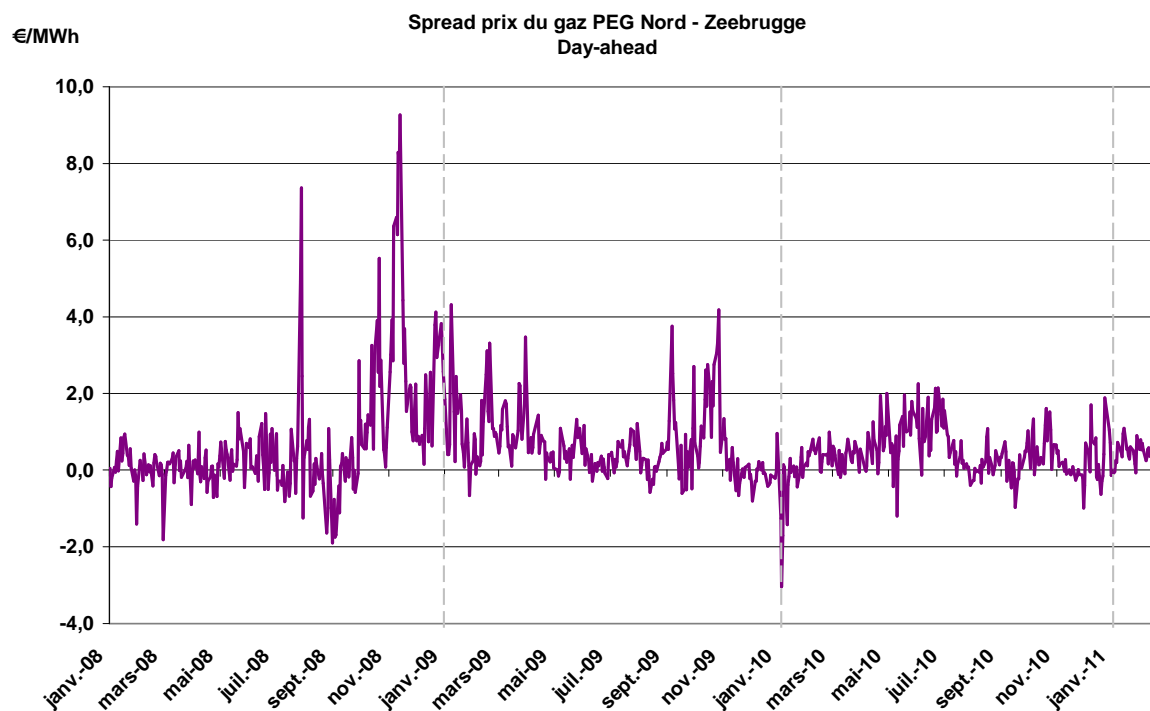
## Graphique 5



Sources : Powernext Gaz Futures, Heren, Bloomberg

Ces évolutions ont constitué un contexte de fond important à prendre en compte et dans lequel se sont déroulés différents travaux menés par la CRE. C'est le cas, par exemple, des audits menés sur l'approvisionnement de GDF Suez, qui alimentent les délibérations et recommandations de la CRE sur la formule d'approvisionnement utilisée pour calculer les évolutions des tarifs réglementés de gaz. C'est le cas également lorsque des écarts importants de prix avaient été constatés en novembre 2008 entre le prix de gros du gaz en France (Peg Nord) et en Belgique (Zeebrugge) (**graphique 6**).

## Graphique 6



Sources : Powernext Gaz Spot, Heren

Sur cet épisode, les principales conclusions de la CRE sont les suivantes :

- aucune manipulation de marché n'a été décelée ;
- les arbitrages entre approvisionnements à long terme et achats de court terme ont constitué un facteur de soutien aux prix de marché au PEG Nord en novembre 2008 ;
- pour ce qui concerne le réseau français, les maintenances observées sur le réseau de GRTgaz ont limité de façon ponctuelle la capacité journalière disponible ;
- les arbitrages de court terme depuis la Belgique restent structurellement difficiles à mettre en place.

**II. De façon générale, les marchés des matières premières sont désormais des marchés financiarisés, interagissant avec leurs sous-jacents physiques et susceptibles d'être manipulés. Ils doivent donc être régulés.**

L'expertise sectorielle de la CRE et sa pratique de la surveillance des marchés de gros de l'électricité et du gaz, dont les principaux faits marquants ont été rappelés dans la section précédente, permettent de tirer différents enseignements s'appliquant de façon plus générale aux commodités. Les marchés de commodités, avec les marchés de l'énergie, partagent en effet différentes caractéristiques identiques :

- leur financiarisation, croissante pour certains marchés, constatée de longue date pour d'autres (comme pour le pétrole par exemple) ;
- leur lien étroit avec des fondamentaux et des sous-jacents physiques, déterminants pour l'équilibre de l'offre et de la demande de ces commodités ;
- leur caractère volatil, d'autant plus marquant lorsque ces commodités ont des répercussions sur l'ensemble de l'économie.

De ces caractéristiques communes découle la nécessité de les réguler de manière spécifique.

**1. Des marchés financiarisés, sur lesquels intervient une multiplicité d'acteurs à des horizons variés et pour des finalités différentes**

*a) Des marchés où coexistent acteurs commerciaux et financiers intervenant pour différentes finalités*

D'une manière générale, un marché reflète la confrontation de l'offre et de la demande de différents acteurs, industriels ou investisseurs financiers notamment. **Le tableau 2** permet d'illustrer la typologie d'acteur et le nombre d'intervenants financiers dans le cas des marchés de gros de l'électricité et du gaz.

**Tableau 2**

	Nombre d'acteurs actifs sur le marché de gros en 2010	dont traders / acteurs financiers
Electricité	117	29 soit 25%
Gaz	86	13 soit 15%

Source : CRE

Les acteurs interviennent sur les marchés de gros de commodités pour :

- **couvrir** leur activité commerciale. Une opération à terme permet par exemple à un producteur de sécuriser le prix de ses débouchés à un certain horizon de temps, lui donnant ainsi de la visibilité. D'une manière générale, un opérateur industriel (producteur, fournisseur) est susceptible d'intervenir sur les marchés afin d'optimiser son portefeuille d'actifs physiques. Des interventions sur le marché peuvent également permettre au fournisseur d'une commodité à des clients finals de couvrir le risque de variation du prix de

l'approvisionnement et de sécuriser ainsi une marge commerciale. Cette dernière approche permet notamment au fournisseur de proposer des offres à prix fixe à ses clients.

- **arbitrer** entre différentes places de marché. Ces arbitrages peuvent se faire entre différentes places de marché (bourse ou d'autres intermédiaires), différents pays, ou encore entre vente sur les marchés de gros ou sur le marché de détail. Un bon fonctionnement et une liquidité suffisante sont en général synonymes d'absence ou de rapide résorption d'opportunités d'arbitrage.

- **spéculer** sur l'évolution future du marché. C'est le cas par exemple d'acteurs prenant des paris directionnels (positions longues ou courtes) relatifs à l'évolution du prix de telle ou telle commodité. **De tels paris directionnels sont pris par des acteurs financiers, mais peuvent aussi être réalisés par des acteurs de nature commerciale ou industrielle.**

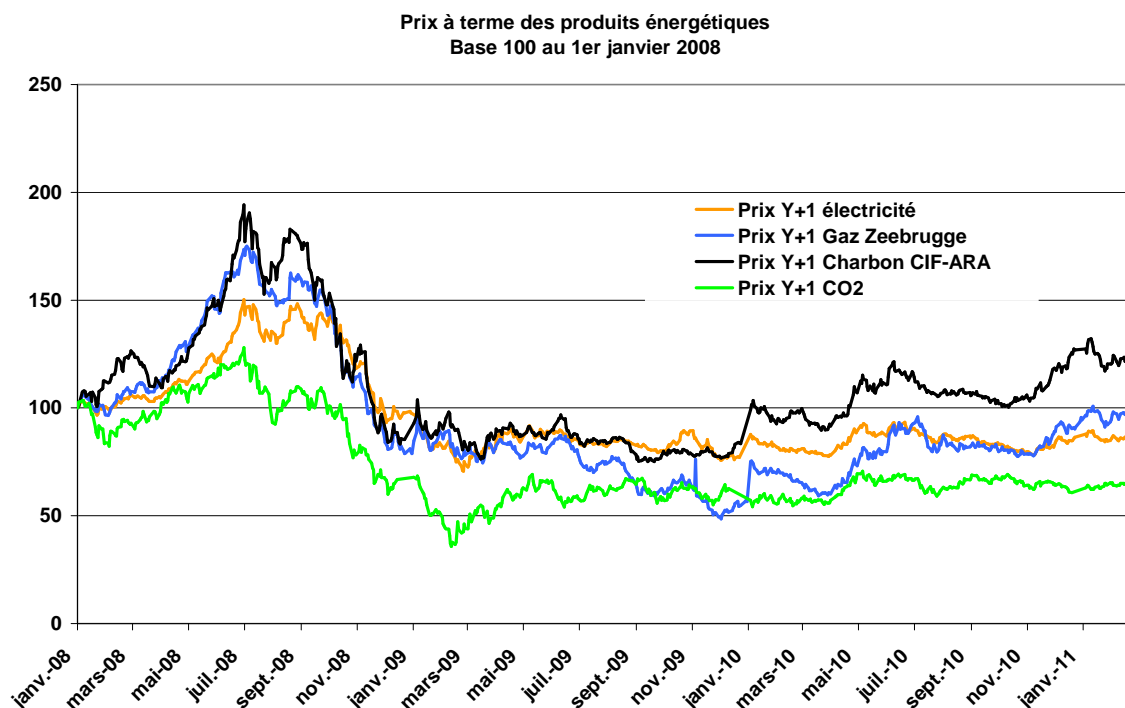
Ce dernier point est important à souligner, puisque les activités des branches de trading d'acteurs industriels peuvent également comporter une dimension de négoce pour compte propre, à côté d'activités plus classiques d'optimisation d'actifs physiques ou de couverture à terme.

#### *b) Des marchés interdépendants*

Plusieurs tendances communes peuvent être observées entre les prix sur les marchés de plusieurs commodités ; c'est le cas par exemple des produits énergétiques : électricité, gaz, CO2, charbon et pétrole (**graphique 7**). Cette interdépendance peut être reliée, entre autres :

- à la présence de facteurs fondamentaux explicatifs communs (par exemple la conjoncture économique, les facteurs climatiques, les évènements géopolitiques) ;
- au fait que certaines commodités sont des facteurs entrants dans la production d'électricité ;
- à la présence de mêmes typologies acteurs sur les marchés de gros de ces commodités (industriels, groupes énergétiques).

## Graphique 7



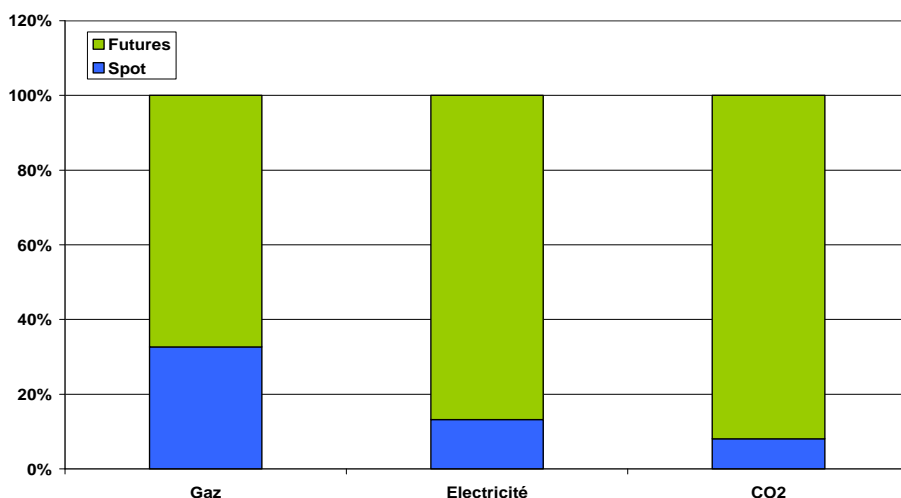
Sources : EPD France, Heren

### c) Des marchés dominés par des transactions à terme, sur différentes places de marché

L'essor de marchés de matières premières a accompagné le besoin de ces différents acteurs de couvrir des positions futures. C'est donc sans surprise que les marchés à terme et les transactions sur produits dérivés représentent la part la plus importante des transactions sur les commodities. C'est le cas par exemple pour les transactions sur les marchés de gros de l'électricité, du gaz ou du CO2 (**graphique 8**). Pour ces trois marchés, le négoce des produits à terme représente la part la plus importante des volumes échangés. Les transactions peuvent être effectuées sur des plateformes d'échanges (bourses, brokers) ou de façon bilatérale pure, sans passer par une plateforme d'échange. Le **graphique 9** illustre la répartition des volumes traités entre bourses et brokers.

## Graphique 8

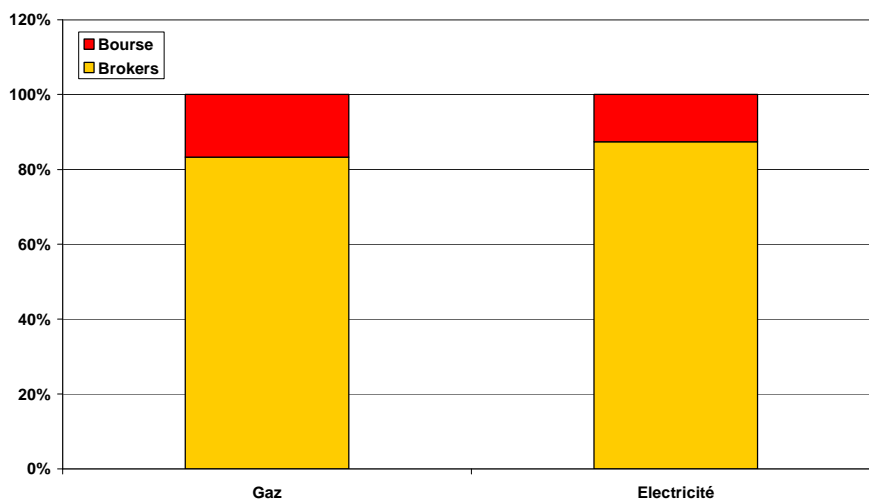
Volumes négociés en 2010  
Spot vs futures



Sources : Bourses, brokers (électricité et gaz uniquement)

## Graphique 9

Volumes négociés  
répartition par plateforme



Sources : Bourses, brokers

## 2. Des marchés étroitement liés à leurs fondamentaux et aux sous-jacents physiques et susceptibles d'être manipulés

### a) Les informations et les comportements relatifs aux fondamentaux, clef de voûte de la formation des prix ...

L'équilibre entre l'offre et la demande détermine la formation du prix sur les marchés de commodités. Toute information relative à la production de ces commodités, aux besoins exprimés, tant par les acteurs physiques que les acteurs financiers, ou aux stocks existants

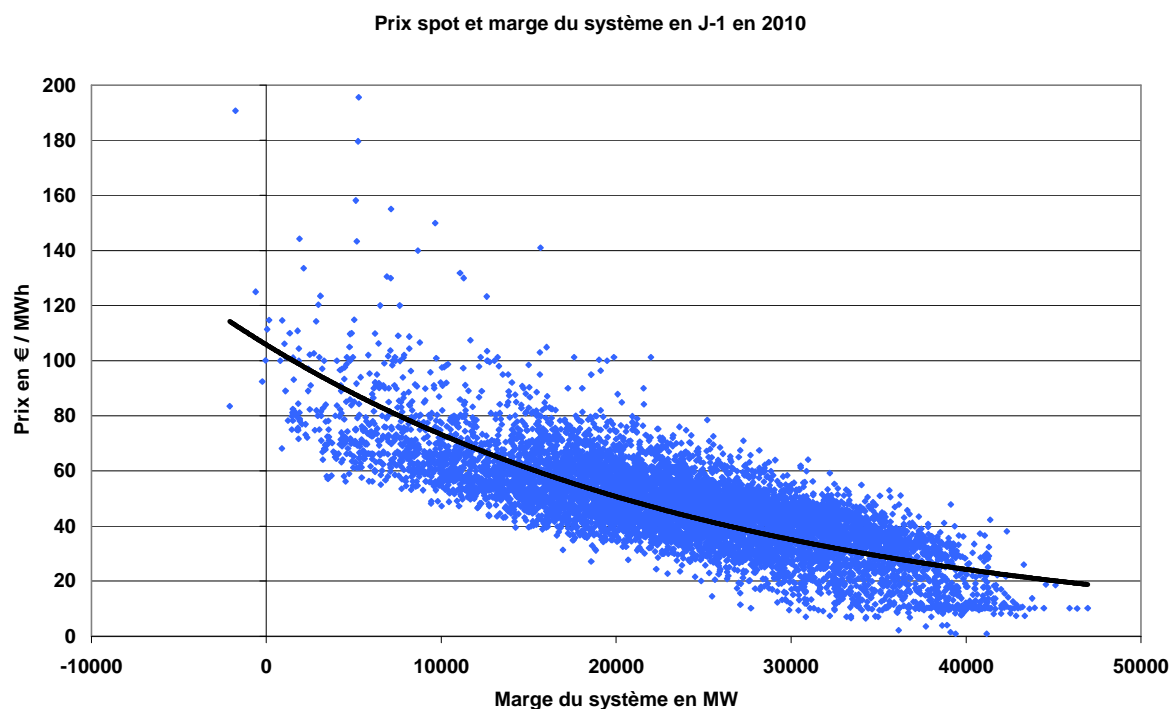
sur ces commodités, sera donc déterminante pour permettre une bonne compréhension des évolutions des marchés de commodités. Ces informations fondamentales, les anticipations sur ces fondamentaux et toute information de nature à avoir un impact sur ces anticipations, seront donc cruciales dans la formation des prix sur les marchés de commodités.

Ces informations sont cruciales pour l'ensemble des segments des marchés de matières premières, tant sur les transactions au comptant que sur les transactions à terme, les prix à terme reflétant dans une grande mesure les anticipations des acteurs sur les évolutions futures des marchés au comptant.

Plusieurs exemples permettent d'illustrer ce lien entre prix des marchés de commodités et déterminants fondamentaux :

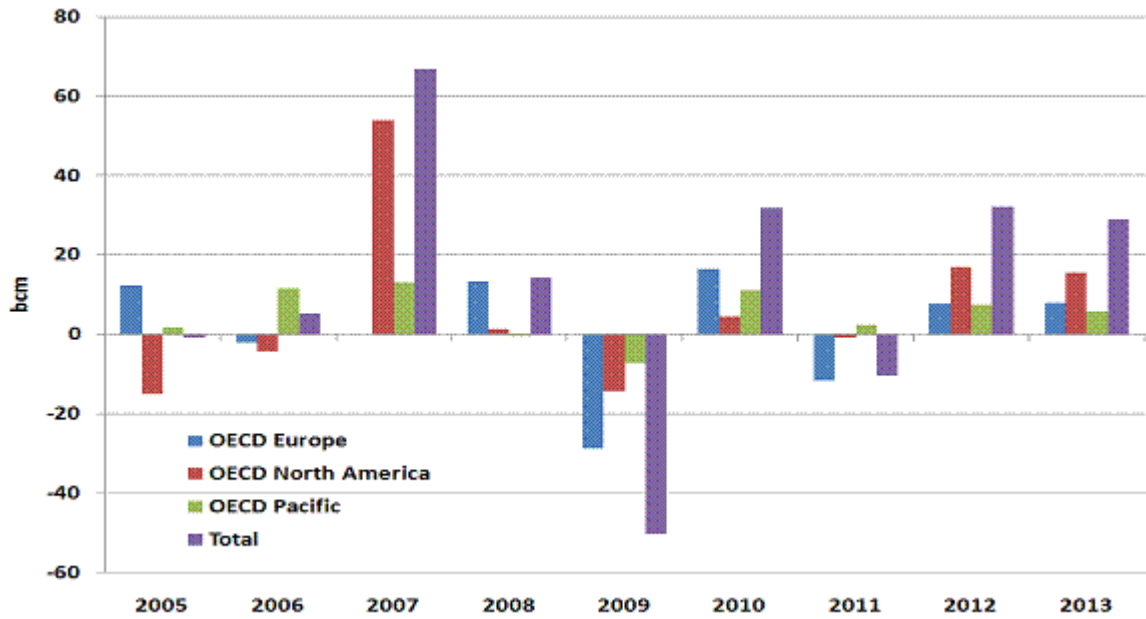
- à très court terme, dans le cas de l'électricité, qui ne se stocke pas, le prix spot est étroitement lié au degré de tension sur le système électrique (**graphique 10**) ;

### Graphique 10



- l'effondrement du prix du gaz sur le marché en 2009, reflet de l'abondance de l'offre (GNL, gaz non conventionnels aux Etats-Unis) et de la chute de la demande mondiale du fait de la récession (**graphique 11**) ;

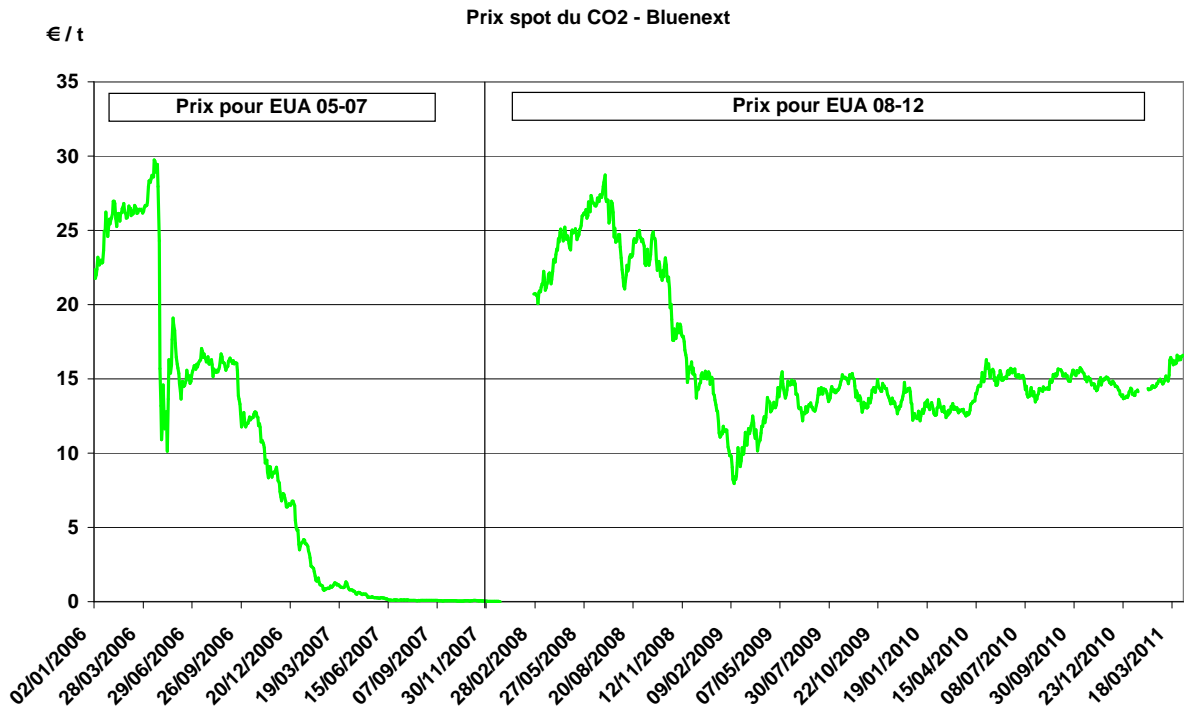
### Graphique 11



Source : AIE

- les évolutions du prix du CO2, où l'on retrouve les effets successifs du choc d'offre de quotas (passage de la Phase I à la Phase II), la récession de 2009 et, plus récemment, les incertitudes sur les évolutions de la production d'électricité d'origine nucléaire (**graphique 12**).

**Graphique 12**



Source : Bluenext

Il convient par ailleurs de préciser que l'électricité représente le cas particulier d'une commodité qui ne se stocke pas au contraire de toutes les autres commodités. Il ressort de cette distinction que :

- **la formation du prix sur les marchés spots de l'électricité va être très sensible à des informations proches du temps réel** : variations non anticipées de production ou de demande notamment ;
- **les informations sur les stocks des autres commodités seront particulièrement importantes à prendre en compte** pour toute analyse de l'équilibre entre l'offre et la demande de ces commodités.

*b) ... et donc de la détection d'abus éventuels*

Les notions d'abus de marché issues de la réglementation financière sont étroitement liées à la notion d'information privilégiée. Dans le cas des marchés de commodités, les informations relatives aux fondamentaux et aux sous-jacents physiques (moyens de production, infrastructures d'acheminement et de stockage, informations sur les états des stocks, sur des chocs d'offres ou de demande ...) vont être déterminantes, compte tenu de leur importance dans la formation du prix des matières premières (cf. section précédente).

Un exemple classique, souvent invoqué dans le cas des marchés de l'électricité, porte par exemple sur la possibilité pour un producteur d'exercer une hausse artificielle des prix par le biais d'une non utilisation d'un nombre limité de moyens de production qui pourraient pourtant être disponibles un jour de tension sur le système électrique (rétention de capacité). On peut de même citer l'accumulation de positions physiques importantes de stocks de matières premières dont l'offre est limitée pour entraîner une variation brutale à la hausse des prix.

*c) le développement de produits financiers avec sous-jacent matières premières rend possibles les stratégies de manipulations issues du monde financier*

A côté de manipulations éventuelles découlant du lien entre marchés de commodités et fondamentaux physiques, la financiarisation de ces marchés les rend également vulnérables à des tentatives de manipulation « plus classiques » :

- accumulation de positions importantes sur les marchés à terme et / ou sur les marchés au comptant ;
- ententes entre acteurs ;
- manipulation de prix à partir de carnets d'ordre trompeurs.

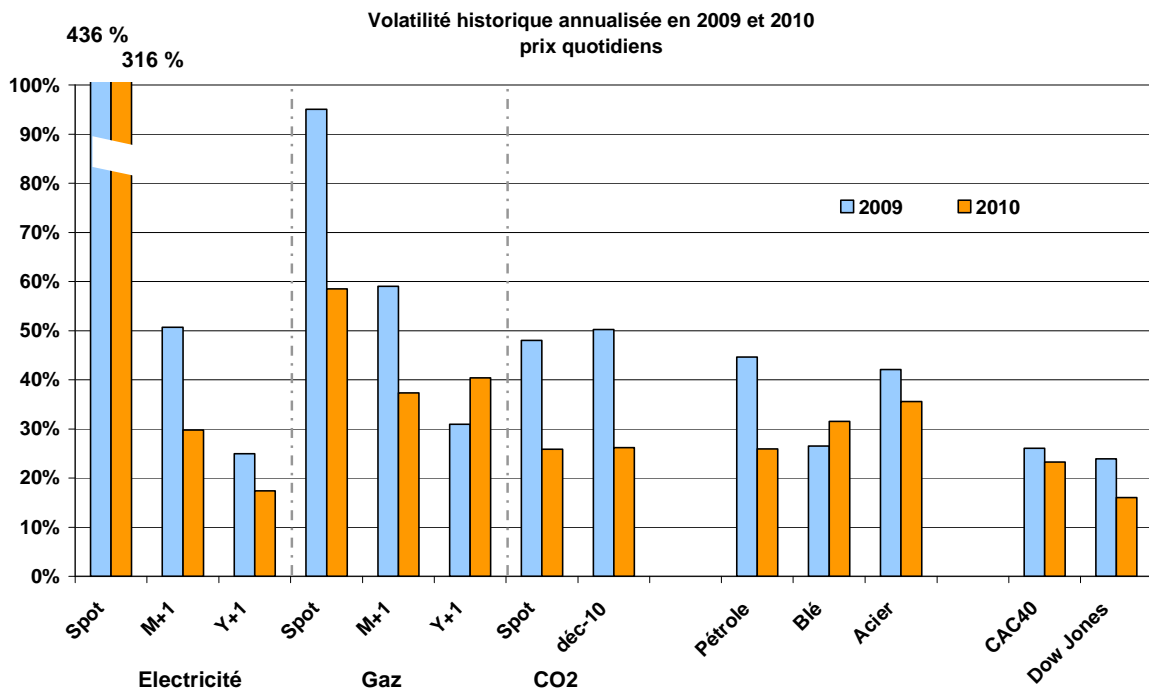
### **3. Des marchés volatils dont l'origine doit être correctement comprise et analysée**

*a) L'examen de la volatilité des prix des commodités souligne des disparités selon les maturités et les produits ...*

La volatilité des prix des matières premières est souvent mise en avant dans les réflexions en cours sur la supervision de ces marchés. L'examen de la volatilité de

plusieurs matières premières<sup>7</sup> (**graphique 13**) montre par exemple que les commodités sont plus volatiles que les marchés actions. On retrouve par ailleurs une plus forte volatilité des marchés au comptant par rapport aux marchés à terme (avec le cas particulier du marché spot de l'électricité). Il est toutefois intéressant de souligner que le produit à terme (calendaire – annuel) en électricité présente une volatilité comparable à celle des marchés financiers. On peut également relever que les marchés de gros gaziers sont plus volatils que les marchés pétroliers. Le marché du carbone présente une volatilité plus faible que celle des marchés de gros de l'électricité et du gaz et plus proche, en ordre de grandeur, de la volatilité des marchés financiers.

**Graphique 13**



Source : Bourses, Heren, Bloomberg

*b) ... ces variations doivent pouvoir être comprises, surtout dans un contexte haussier, compte tenu du rôle que jouent ces commodités dans l'économie*

Ces constats nécessitent d'être parfaitement compris. Il est, en effet, important de s'assurer que de telles fluctuations sont le reflet de fondamentaux économiques et non de comportements abusifs. Plusieurs articles académiques s'attachent, par exemple, à mesurer le lien entre volatilité et typologie d'acteurs ou entre prix et fondamentaux. Ce type d'analyse, et, plus globalement, l'apport de la recherche académique pour bien comprendre la part explicable de la volatilité des commodités en lien avec leurs fondamentaux est déterminant. Il revêt une importance particulière, surtout lorsque ces marchés s'inscrivent dans des tendances haussières, compte tenu du rôle particulier qu'elles jouent dans l'économie (intrants, impact sur le pouvoir d'achat, etc ...).

<sup>7</sup> Mesurée comme l'écart-type annualisé des variations quotidiennes des indices de prix correspondants

**III. Les matières premières doivent être régulées de façon à encadrer leur caractère financiarisé tout en prenant en compte leur spécificité en lien avec des fondamentaux physiques.**

La mise en place d'un cadre de supervision adapté aux marchés de commodités doit permettre d'assurer la transparence sur ces marchés et leurs fondamentaux. **Cette étape constitue un pré-requis**, permettant d'adapter les modalités d'encadrement et de supervision des acteurs selon leurs activités et de mettre en place un régime d'abus de marché. Compte tenu de l'interaction entre marchés de commodités et fondamentaux physiques, un tel régime d'abus de marché doit être adapté de façon spécifique à chacun des marchés concernés. **De ce point de vue, la mise en place, en cours, d'un régime d'abus de marché spécifique aux marchés de l'énergie (règlement REMIT<sup>8</sup>) constitue un exemple particulièrement intéressant, qui peut être adapté aux différentes commodités. L'exemple du marché du carbone s'insère également dans cette logique, tant pour ce qui concerne le marché primaire au niveau européen<sup>9</sup>, que dans le cas de l'initiative française pour encadrer le marché secondaire<sup>10</sup>.**

**1. Une transparence accrue doit être imposée, tant sur le volet transactionnel que sur les sous-jacents physiques et les fondamentaux**

*a) L'accès des régulateurs concernés à toute l'information nécessaire est un pré-requis*

Toute supervision des marchés de commodités nécessite que les régulateurs désignés aient accès à l'ensemble des données nécessaires pour une surveillance efficace ; il convient donc d'imposer une transparence vers les régulateurs :

- sur les données transactionnelles, qu'elles soient payées en numéraire ou qu'elles correspondent à des livraisons physiques,
- et sur les données fondamentales sous-jacentes, par exemple celle qui concernent les mouvements relatifs aux stocks.

Ce volet nécessite d'adapter en conséquence les cadres juridiques formalisant les missions et pouvoirs des régulateurs concernés, ainsi que les obligations des acteurs de marché afin :

- d'imposer une obligation de conservation des données aux intervenants de marché (« record keeping obligation<sup>11</sup> ») ;
- de prévoir des mécanismes de collecte systématique de données dont le contenu doit être adapté au marché visé ;
- de donner aux régulateurs un droit d'accès à l'information et un droit d'enquête, permettant d'obtenir toute information utile au-delà de celles collectées de façon systématique ;

---

<sup>8</sup> Regulation for Energy Markets Integrity and Transparency – Cf. projet de règlement de la Commission européenne du 8 décembre 2010.

<sup>9</sup> Règlement enchères du 12 novembre 2010

<sup>10</sup> Loi sur la régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010

<sup>11</sup> Disposition prévue, dans le cas des marchés de l'électricité et du gaz, par les directives dites du 3<sup>ème</sup> paquet votées en 2009.

- de permettre aux différents régulateurs concernés de s'échanger de l'information.

b) Certaines données clefs, en fonction des marchés, doivent également être rendues publiques

Au-delà de la transparence vis-à-vis des régulateurs et, à côté de sources commerciales existantes d'information, il est nécessaire également de rendre public un socle minimum d'informations pertinentes, couvrant :

- les transactions, en particulier après négociation (transparence « post-trade ») et, le cas échéant, avant négociation (« pre-trade ») ;
- les données fondamentales.

**Ce socle doit être adapté aux spécificités de chaque marché, en particulier s'agissant des données fondamentales.** Des initiatives des industries et acteurs de marché concernés, ou via les règles de marché allant dans ce sens, doivent être encouragées, avant une formalisation juridique in fine de règles de transparence à partir de telles initiatives (cf. supra, rappel des mesures de transparence adoptées par l'UFE).

**2. Le champ de la régulation doit permettre d'encadrer l'ensemble des intervenants du marché, sur une base géographique pertinente**

a) L'encadrement des acteurs doit être adapté à leur activité

Comme déjà évoqué, différentes catégories d'acteurs peuvent intervenir sur les marchés de commodités, pour différentes finalités : couverture physique, arbitrage ou spéculation. L'accès aux informations relatives à l'ensemble des transactions doit permettre aux régulateurs d'avoir une vision informée des transactions effectuées et de la typologie des intervenants.

Cette vision est indispensable et doit par la suite être adaptée, en termes de suivi et, le cas échéant, de contraintes réglementaires imposées, en fonction de la catégorie des intervenants et des types d'opération effectuées (couverture physique ou autre notamment). Par exemple, la question des limites de position, si elle doit être examinée, doit être adaptée au cas d'acteurs qui disposent de positions physiques importantes de par leur activité.

b) Selon les produits et les marchés, une régulation strictement nationale ne peut avoir qu'une portée limitée

Les marchés de commodités sont traités à l'échelle européenne (électricité, gaz, CO<sub>2</sub>), ou mondiale. En effet :

- plusieurs marchés européens sont étroitement liés, comme par exemple les marchés couplés en électricité : une manipulation de prix sur un marché peut se matérialiser sur le marché adjacent ;
- plusieurs acteurs interviennent sur certains marchés de manière globale en Europe : c'est le cas par exemple des transactions de carbone dans un but de conformité ;

- d'une manière générale, les marchés de matières premières se caractérisent par des intervenants présents sur différentes places de marché, les produits étant eux-mêmes négociés sur différentes places.

Dans ce contexte, les dispositifs de surveillance nationaux, confiés dans certains pays d'Europe aux régulateurs sectoriels de l'énergie, ne prendront donc pleinement leur sens qu'une fois généralisés. De ce point de vue, les travaux en cours relatifs à REMIT (cf. ci-dessous) sont les bienvenus.

Concernant le CO2, la Commission Prada avait formulé ses recommandations, adoptées par la suite par la LRBF, dans une logique transitoire avant une généralisation à l'échelle européenne. Le rapport Prada suggérait par ailleurs en conclusion de porter le débat sur la régulation des marchés du CO2 au niveau international dans le cadre du G20 d'ici à 2012, en s'appuyant notamment sur les travaux de l'OICV, de la Banque Mondiale, et de l'ICAP.

### **3. Un régime d'abus de marché doit être adapté aux spécificités des matières premières concernées, prenant en compte l'interaction entre produits spots et dérivés et précisant des notions clefs adaptées.**

#### *a) L'exemple de REMIT adapte les notions d'abus de marché aux secteurs de l'énergie.*

Le règlement européen relatif à la transparence et l'intégrité des marchés de l'énergie (REMIT), proposé par la Commission européenne le 8 décembre 2010 et en cours de discussion par le Parlement européen et les Etats-Membres, **jette les bases d'un cadre de prévention des abus de marché spécifique et adapté aux marchés de l'énergie**. Il interdit l'utilisation d'information privilégiée et oblige à publier de telles informations ; il interdit également la manipulation de marché. Ces concepts se retrouvent dans la réglementation financière (Market Abuse Directive). L'originalité de REMIT est d'adapter ces notions aux secteurs de l'électricité et du gaz (cas par exemple de manipulation en lien avec les actifs physiques, informations privilégiées en lien avec les centrales de production d'électricité, les réseaux d'acheminement d'électricité et de gaz). **Après l'adoption du texte, ces notions seront en outre spécifiées dans le cadre de travaux délégués qui seront conduits par la Commission européenne, permettant de les adapter de façon encore plus précise aux secteurs de l'électricité et du gaz. Cela permettra de prendre en compte l'interaction entre ces marchés et leurs fondamentaux économiques dans la réglementation visant à prévenir les abus de marché.**

#### *b) D'une manière générale, l'influence des sous-jacents physiques et des fondamentaux, notamment pour les informations impactant la formation des prix, doit être prise en compte pour prévenir les abus de marché de façon spécifique pour les marchés de commodités*

La nécessité d'adapter les règles existant dans la supervision financière, comme proposé dans le cas des marchés de l'énergie, découle de l'interaction entre ces marchés et leurs fondamentaux, entre les segments spot et à terme et entre produits pour règlement physique ou financier. Ces spécificités rendent inapplicables en l'état certains aspects de la réglementation financière, comme par exemple le cas d'informations privilégiées qui, dans la directive financière MAD, est en lien avec un émetteur de titres financiers.

Sur ce dernier point, il est en effet indispensable que la notion d'information de nature à avoir un impact sur les prix des commodités soit adaptée pour prendre en compte les

fondamentaux des marchés de commodités et l'équilibre entre l'offre et la demande. De fait, ces considérations sont souvent évoquées pour expliquer l'évolution des prix de plusieurs marchés de commodités.

c) Une déclinaison à effectuer en fonction des fondamentaux pertinents pour les principales commodités

Au-delà de la nécessité d'adapter certaines règles issues de la réglementation financière aux marchés de commodités, **il convient également de décliner un tel cadre de façon spécifique marché par marché.** Ainsi, chaque marché de commodités aura ses propres spécificités et ses propres facteurs fondamentaux dont il faut tenir compte. La notion d'information privilégiée doit également être adaptée au cas par cas. Sous une telle hypothèse, **il est important d'associer étroitement les participants du marché, avec toutes leurs composantes, qu'ils soient acteurs bancaires ou financiers (fonds d'investissement par exemple) ou acteurs industriels.**

d) Une implication indispensable des régulateurs financiers ...

Adapter la régulation des marchés de commodités à leurs spécificités doit se faire avec une implication forte des régulateurs financiers. Compte tenu de la financiarisation des marchés de commodités rappelée précédemment, cela paraît en effet indispensable, par exemple pour détecter ou prévenir des abus de marché qui peuvent se rencontrer quelle que soit la nature des produits traités (par exemple des squeeze). D'autres problématiques, liées à la supervision des infrastructures de marché ou à la prévention des risques systémiques, peuvent aussi être posées par les marchés de commodités et nécessitent, le cas échéant, d'être traitées par la réglementation financière.

e) .. et une coopération à prévoir entre régulateurs concernés

Combiner et adapter la réglementation financière existante, prendre en compte les spécificités des marchés de commodités et l'interaction entre différents segments de marché, implique une coopération et une coordination entre régulateurs sectoriels lorsqu'ils existent et régulateurs financiers. Au plan national, c'est le cas par exemple de l'AMF et de la CRE, pour les marchés de l'électricité, du gaz et du CO2. Ce principe de coopération entre régulateurs sectoriels et financiers se retrouve par ailleurs au niveau européen, déjà dans les directives du troisième paquet et, plus récemment dans le projet de règlement REMIT. Il paraît important qu'un tel principe soit maintenu et adapté au contexte des marchés de commodités en général.

***Jusqu'où ne doit pas aller la régulation***

**En conclusion, il paraît indispensable d'avoir une régulation et une supervision adaptées aux marchés de matières premières. Mais réguler ces marchés ne doit pas occulter que leurs dysfonctionnements éventuels peuvent renvoyer à des déséquilibres plus fondamentaux. Ces déséquilibres peuvent, par exemple, à leur tour être reliés à des problématiques d'insuffisance d'investissements dans les moyens de production ou le sous-jacent physique. Un excès ou une inadaptation de la régulation pourrait alors perturber ou contrer l'information que véhicule le signal prix, amenant à retarder la résolution de dysfonctionnements fondamentaux éventuels. Dans un tel cas de figure, le remède viendrait occulter la véritable racine du mal.**