

A propos du rapport PRADA L'économie de la régulation des marchés du CO₂

Les marchés du carbone ont démarré après la conférence de Kyoto, en 1997. Durant la dizaine d'années qui a suivi, leur développement a semblé constituer le cœur de toute politique ambitieuse de réduction des émissions, au niveau local et international, même si cela demeurait controversé. Le marché européen a servi de modèle à de nombreux projets régionaux (Etats-Unis, Australie, Nouvelle Zélande, Japon, Corée du sud, Canada, Mexique, Suisse etc...). Selon le rapport Stern, l'échange des émissions constitue un élément clef de tout cadre international futur, car « étendre et relier le nombre grandissants des projets d'échanges des émissions de part le monde est un moyen puissant de promouvoir des réductions rentables des émissions, et de faire progresser l'action dans les pays en développement ».

Ce processus marque aujourd'hui le pas. Alors que, forte de son expérience en ce domaine, l'Europe avait inscrit au centre de sa proposition pour Copenhague l'objectif d'établir d'ici 2015 un marché international du carbone au niveau de l'OCDE, cette perspective s'est aujourd'hui éloignée, les instruments économiques du protocole de Kyoto étant tout juste mentionnés dans l'accord négocié en décembre 2009. Par ailleurs, le champ actuellement envisagé pour le marché américain s'est réduit (aux « utilities »), et ne constitue plus, comme dans le projet Waxman-Markey, l'épine dorsale de leur projet actuel de législation sur le climat et l'énergie.

Le développement des marchés d'émissions a sans aucun doute été porté par la vague d'optimisme qui a accompagné le développement de l'innovation financière. La crise actuelle est venue rappeler que les bienfaits théoriques des marchés ne se réalisent que si les cadres de régulation appropriés sont mis en place, et que, s'agissant de nouveaux produits, il convient d'être particulièrement rigoureux dans la définition des biens échangés et dans la transparence sur les risques supportés par les différents acteurs. A cet égard, les marchés du carbone ne font pas exception.

Le rapport « Prada »¹ a examiné cette question. Il établit vingt huit recommandations, souvent techniques compte tenu de la nature du sujet, pour que les marchés de carbone soient correctement régulés. La plupart font d'ores et déjà l'objet de suites, soit au niveau communautaire, en liaison notamment avec le lancement de la phase III du marché européen, soit au niveau national, pour ce qui concerne les conditions de tenue des registres et les relations en découlant avec les administrations et les différents régulateurs concernés.

Leur objet est bien d'assurer un fonctionnement efficace de ces marchés, et non d'en restreindre le champ. Prises dans leur ensemble, elles soulignent que le fonctionnement de toute économie de marché nécessite un cadre institutionnel approprié, d'où l'importance de ce chantier.

Dominique Bureau

1 « La régulation des marchés de CO₂ ». Rapport de la mission confiée à Michel Prada. 2010

Brève histoire d'un instrument encore jeune...

Lorsqu'ils présentent cet instrument (cf. « Ecotaxes et quotas d'émissions échangeables CO₂ ». Références économiques pour le développement durable n° 6, 2009), les économistes mettent en avant ses fondements théoriques : nécessité de fournir un signal-prix pour refléter la rareté des ressources environnementales et orienter efficacement le comportement des agents ; possibilité d'établir ce signal-prix indifféremment par une éco-fiscalité incitative ou la création des marchés de permis d'émissions « manquants ». La discussion se focalise alors sur la comparaison théorique entre les deux types d'instruments, notamment par rapport au type d'incertitudes rencontré.

Un point de vue d'économie politique soulignera l'avantage des marchés de permis, compte tenu des craintes du public vis-à-vis de tout nouvel instrument fiscal qui pourrait, si les promesses de compensation ne sont pas tenues, favoriser la dérive des prélèvements obligatoires. Il apparaît aussi que la marge de manœuvre offerte pour l'allocation initiale des permis peut faciliter l'acceptabilité de l'instauration d'un prix pour une ressource antérieurement gratuite.

Une approche plus historique est aussi utile, pour apprécier ces enjeux, et par là ce que vaut la peine d'organiser une régulation correcte des marchés du carbone.

Les marchés de permis d'émissions se sont développés aux Etats-Unis à partir du milieu des années soixante dix, principalement dans le domaine de la pollution atmosphérique. Initialement, il s'agissait d'introduire une certaine flexibilité dans la réglementation, en permettant des échanges de crédits d'émissions. Les marchés correspondants sont en général demeurés étroits et trop peu liquides pour établir de manière convaincante les performances de l'instrument.

Son intérêt, y compris de la part de certaines ONG américaines, s'est trouvé renforcé au début de l'ère Reagan, dans un contexte où les réglementations environnementales étaient contestées, non sans raison, pour leur rigidité ; et où l'alternative fiscale était écartée : la suppression de l'essence sans plomb au milieu des années quatre vingt a fourni alors une première occasion de démontrer la valeur de l'instrument, avec un marché particulièrement actif. La mise en place d'un marché pour le dioxyde de soufre émis par les centrales thermiques a établi ensuite une référence qui demeure incontestée, celui-ci donnant pleinement satisfaction. Celui-ci a été créé dans le cadre du *Clean Air Act Amendment* de 1990, pour réduire de moitié ces émissions. Son succès a inspiré le protocole de Kyoto, et la création au niveau européen, d'un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre pour les industries fortement émettrices de CO₂.

Fondamentalement, ces marchés combinent des valeurs limites d'émissions (« caps »), comme on en trouve dans les réglementations, et un mécanisme de flexibilité (« trade »). Celui-ci est unanimement bénéfique si ces valeurs limites étaient *a priori* contraignantes, puisque la flexibilité permet de réallouer les efforts de réduction là où ils sont le moins coûteux, à objectif environnemental donné. Le bénéfice est d'autant plus élevé que les coûts marginaux d'abattement sont hétérogènes, auquel cas les échanges mutuellement avantageux sont potentiellement importants : les agents ayant des gisements de réduction à faible coût au delà de leur autorisation initiale ont intérêt à vendre des permis, ceux dans la situation inverse à les acheter, l'échange aboutissant à compenser les premiers pour accepter un transfert des efforts de dépollution. A cet égard, la critique qu'il s'agirait de « droits à polluer » n'a donc aucun sens puisque l'instauration d'un marché de permis d'émissions a justement comme première étape la restriction des émissions par rapport à la situation de départ où celles-ci étaient gratuites et généralement sans limites. Le marché n'est ensuite qu'un instrument de flexibilité pour répartir efficacement les efforts, grâce au signal-prix qu'il fournit pour orienter les comportements de dépollution. Il n'est donc utilisé que pour les vertus d'efficacité qui lui sont reconnues, lorsqu'il peut fonctionner de manière satisfaisante.

Dans le cas du dioxyde de soufre, les études du MIT ont montré que l'introduction du mécanisme d'échanges a permis de diviser par deux les coûts d'abattement, par rapport à une politique traditionnelle, de type police administrative. Souvent, un marché imparfait restera ainsi encore préférable à une réglementation rigide, bien plus coûteuse pour atteindre un même objectif environnemental, le régulateur n'étant pas complètement informé sur les coûts et les potentiels individuels de dépollution, et la réglementation étant peu susceptible de s'adapter à de nouvelles informations en la matière.

L'historique précédent souligne par ailleurs, l'intérêt d'organiser explicitement les échanges dans le cadre d'un marché.

L'objectif de la régulation des marchés de CO₂, telle qu'elle est implicitement abordée dans le rapport Prada, n'est donc pas d'en restreindre le champ, mais d'établir les conditions pour en tirer tous les bénéfices. Ceci nécessite : que sa liquidité soit satisfaisante ; qu'il fonctionne de manière parfaitement concurrentielle ; que son articulation avec ses marchés dérivés ne crée pas de volatilité excessive ; que le signal-prix ainsi créé joue pleinement son rôle pour un ajustement efficace des comportements, ce qui nécessite une visibilité à moyen terme ; que les comportements ne soient pas affectés par la perspective des négociations futures des quotas individuels ; ou encore que certains agents ne bénéficient pas de quotas dans des conditions affectant leurs décisions d'entrée ou de sortie du

marché, ou faisant que le prix du quota auquel ils font face diffère de celui des autres agents économiques, etc.

Le rapport Prada, vue d'ensemble

L'encadré 1 ci-dessous reprend les têtes de chapitre du rapport, qui rendent bien compte de l'état d'esprit dans lequel il a abordé ces problèmes de régulation du marché du CO₂.

Il souligne l'importance de la tâche à accomplir. Mais il ne remet pas en cause l'intérêt intrinsèque de l'instrument. Au contraire, il privilégie systématiquement le développement de marchés organisés.

Encadré 1. Synopsis du rapport Prada

1. Le marché européen du CO₂ s'est considérablement développé dans le contexte d'une régulation légère, incomplète et hétérogène : un meilleur encadrement est aujourd'hui nécessaire pour faire émerger un signal-prix du carbone robuste à long terme en Europe.
2. Le marché du CO₂ est aujourd'hui principalement un marché de produits dérivés ; la structuration actuelle autour de marchés organisés doit être consolidée, et le marché de gré à gré mieux encadré.
3. L'absence de qualification juridique homogène des quotas de CO₂ en Europe crée une incertitude et entraîne la fragmentation du cadre de régulation applicable : une requalification des quotas en instruments financiers ne semble toutefois pas pertinente.
4. Si le principe d'un marché ouvert doit être préservé, les participants aux marchés doivent être mieux encadrés, afin de garantir l'intégrité et l'efficacité du marché, ainsi que la protection des intérêts des assujettis.
5. Une plus grande transparence sur les fondamentaux du marché et une stabilité réglementaire accrue sont nécessaires pour assurer la robustesse du signal-prix et la confiance des acteurs envers le marché.
6. Un cadre de prévention et de sanction des abus de marché, adapté aux spécificités du marché de CO₂, doit être mis en place pour limiter les risques de manipulation de cours et de manquements d'initiés.
7. Une architecture de supervision intégrée du marché européen du CO₂ devrait être rapidement mise en place.

En effet, le retour d'expérience dont on dispose sur le fonctionnement du marché européen du carbone (cf. Convery, Ellerman et de Perthuis (2008), rapport pour la mission Climat de la CDC, ainsi que les études complémentaires de celle-ci, citées dans le rapport Prada, analysant la volatilité du prix du quota, et le poids des marchés dérivés, par rapport à ceux d'autres « commodités ») ne conduit pas à remettre en cause l'outil « en soi », mais plutôt à pointer les défaillances « régulatrices » qui ont accompagné sa mise en place, celui-ci ayant accumulé, à ses

premières étapes, beaucoup d'erreurs. Le niveau de prix relativement faible qui a émergé au cours de ses premières phases traduit ainsi le mauvais usage qui a été fait par les Etats de la subsidiarité qui leur était accordée pour allouer les permis, la générosité des allocations établissant un niveau de quota global excessif conduisant à un dilemme, entre la précipitation du prix à zéro en fin de première période, qui a été retenue, ou le maintien de la possibilité d'épargner les quotas. L'attention portée à la réglementation du fonctionnement de ce marché, ou celui de ses dérivés, a aussi été insuffisante.

Sur la période plus récente, la demande de quotas a été affectée par la conjoncture extrêmement défavorable subie par les industries concernées. Mais ceci n'a pas empêché l'émergence d'un prix du carbone significatif, sans équivalent dans le secteur domestique. Les réformes très importantes, adoptées dans le cadre du paquet-climat énergie fin 2008, qui, désormais, établissent complètement ce marché au niveau européen, et écartent pour l'essentiel les allocations sur des bases historiques, amélioreront fortement l'efficacité de son fonctionnement, évidemment au niveau de la contrainte de - 21 % qui a été retenue et qui peut faire débat.

Le rapport Prada observe par ailleurs que certains des problèmes rencontrés ne sont en rien spécifiques au marché du CO₂. C'est le cas notamment pour la fraude à la TVA dont il a été le véhicule en 2009, et pour la tentative de piratage de ses registres nationaux en 2010. Le rapport note à cet égard que ceux-ci « relèvent de la criminalité organisée et ne sont d'ailleurs pas propres au marché du CO₂. Ils ont auparavant eu lieu sur d'autres marchés, relèvent pour l'un de piratage informatique le plus commun, et pour l'autre d'une fraude fiscale communément observable sur les nouveaux produits commercialisés ».

Dans son approche générale, le rapport se situe dans une perspective de marchés ouverts, mais organisés : l'existence d'un marché de gré à gré lui apparaît inévitable, mais à encadrer ; la restriction *a priori* des acteurs susceptibles d'intervenir sur ces marchés est écartée, la préférence étant donnée à un renforcement du contrôle des participants, qui doit de plus anticiper l'apparition des nouveaux investisseurs qui contribueront à accroître les risques de manipulation. Enfin, le développement des enchères ne peut être vu comme un substitut au développement des marchés de permis qui permettrait d'échapper à ces difficultés, car des problèmes de même nature se poseront au niveau des adjudications, et que celles-ci ne peuvent s'envisager sans marchés de revente.

Les problèmes à résoudre apparaissent ainsi nombreux. L'explicitation de l'architecture dans laquelle ils s'inscrivent apparaît donc utile, si l'on veut éviter la confusion des *a priori* « idéologiques », et établir ainsi des régulations efficaces. Celle-ci doit distinguer :

1. les objectifs de régulation environnementale qui sous-tendent l'offre de quotas globale,

2. le fait que ces marchés sont établis par l'autorité publique, qui doit donc en garantir l'intégrité, notamment par une définition stricte des quotas,

3. des problèmes de régulation communs à ceux que l'on rencontre sur tous les marchés de produits de base et leurs dérivés,

4. la possibilité de fraudes et infractions, que l'on peut rencontrer sur tout nouveau marché.

La question de la « régulation des marchés de carbone » telle qu'elle est abordée par ce rapport concerne essentiellement les deux catégories intermédiaires. En effet, la première relève plutôt de la politique environnementale, et la dernière, sur laquelle on ne reviendra pas ici, est à aborder par rapport aux fraudes potentielles à considérer, fiscalité par exemple.

Des instruments au service d'objectifs environnementaux...

Du point de vue écologique, la critique qui est souvent faite aux marchés du carbone existants est la faiblesse du niveau de leur prix. Mais celle-ci ne peut pas, en général, être attribuée au choix des marchés de permis comme instrument des politiques environnementales.

En effet, cette faiblesse du prix traduit d'abord les problèmes d'économie politique rencontrés pour faire accepter des politiques environnementales ambitieuses quel que soit l'instrument envisagé : éco-fiscalité, marchés de droits, réglementation, et a fortiori accords volontaires. A cet égard, le recours aux instruments économiques a comme vertu de révéler ce prix, et par là l'ambition de la politique suivie, là où les autres instruments peuvent laisser dans l'opacité. De plus, les marchés de permis constituent, en théorie, l'instrument dont l'effectivité globale est la mieux garantie, puisque ceux-ci sont justement construits sur un quota global d'émissions pré-fixé.

La fixation de celui-ci relève de la politique environnementale. C'est ainsi la capacité de celle-ci, et non la régulation des marchés carbone, qui est à incriminer en premier lieu si le prix est trop bas. A ce titre, cette question était essentiellement en dehors du champ du rapport. S'il ne se prononce donc pas sur les niveaux de prix, celui-ci rappelle cependant que l'objectif devrait être de faire un signal-prix robuste à long terme, ou que la clarification des règles relatives à l'offre de quotas est nécessaire pour réduire l'incertitude réglementaire sur ces marchés.

Incidentement, ceci rappelle que les marchés carbone doivent être conçus avec un horizon long, et un engagement suffisant. Comme le rappelait Tirole (« Politique climatique : une nouvelle architecture internationale », rapport au CAE n° 87 (en

collaboration avec le CAS et le CEDD), 2009), « les décisions des acteurs économiques en matière d'émission de gaz à effet de serre sont souvent des décisions de long terme : construction d'unités de production d'électricité (les installations durant de 20 à 60 ans en général), immobilier, transports, forêts, etc. Par ailleurs, les entreprises ou start-up travaillant sur la séquestration du carbone, les cellules à hydrogène, le stockage de l'électricité, le photovoltaïque, l'éolien ou tout autre technologie permettant d'économiser les GES ne le feront que si elles peuvent envisager un rendement sur leurs licences et leurs brevets à un horizon long. Ce rendement sera déterminé par le coût d'opportunité des pollueurs potentiels, c'est-à-dire le prix des droits d'émission négociables ; en effet, ce prix des permis d'émission fixe les royalties maximales par tonne de carbone auxquelles les innovateurs peuvent prétendre pour leurs licences de technologies sans carbone. Le prix du carbone en 2010 leur importe donc beaucoup moins que celui en 2030 ou 2050 ».

Les acteurs économiques ont donc besoin de visibilité à long terme. A cet égard, l'horizon des marchés du carbone existants demeure trop court, par comparaison à ce qui a pu être fait pour le dioxyde de soufre aux Etats-Unis, où les permis sont émis avec un terme de trente ans.

L'élément principal d'interaction entre ces questions de « design » des instruments de politique environnementale et celles de régulation des marchés concerne la définition du quota.

L'importance de la définition et de la qualification du quota

Un marché ne peut fonctionner efficacement que si le bien échangé est correctement défini, les deux parties à l'échange en appréciant correctement la qualité. Cette idée générale se trouve ici renforcée par trois considérations spécifiques :

- la définition stricte des quotas est déterminante pour assurer l'intégrité de l'offre globale de permis, clef de voûte du dispositif du point de vue environnemental,
- le marché de quotas est créé *ex nihilo* par la puissance publique, qui doit donc en garantir la définition et la qualification juridique,
- les agents intervenant sur ces marchés ont des besoins de couverture des risques importants, faisant des marchés carbone principalement des marchés de produits dérivés. Mais ceux-ci ne fonctionnent bien que si les sous-jacents sont préalablement, bien définis.

Ces éléments expliquent l'attention portée par le rapport Prada à la définition du quota CO2.

S'agissant du premier point, par exemple, il est rappelé comment, en mars 2010, la confiance du

marché à été ébranlée par l'apparition sur le marché européen de crédits internationaux qui avaient déjà été restitués par des entreprises, et étaient *de facto* inutilisables par les acteurs assujettis, suite à la décision du gouvernement hongrois de mettre en vente des crédits déjà restitués par des entreprises de ce pays. On peut aussi signaler les questions liées à l'inclusion des crédits venant des mécanismes de projets « Kyoto » sur le marché du CO2 européen.

Comme indiqué ci-dessus, la recommandation du rapport Prada n'est pas de requalifier les quotas d'émissions en instruments financiers, mais d'en préciser, et d'en homogénéiser le statut. Cette recommandation résulte d'une analyse fine des effets qu'aurait une telle requalification.

De manière plus intuitive, elle traduit le fait que le quota carbone reflète des émissions physiques. Si son marché dérivé rentre donc naturellement dans le champ de la régulation financière, il n'en va pas de même pour les marchés au comptant du CO2, le quota CO2 s'apparentant là à un produit de base (« commodité »). La similitude avec les marchés des produits de base apparaît par ailleurs pertinente par rapport à leur fonctionnement (volatilité, structure).

Ceci ne suffit pas cependant à définir l'architecture institutionnelle de surveillance du marché : comme le rappelle l'annexe 6 du rapport consacrée aux projets américains, ceci est un point de divergence entre les différents projets de loi récemment examinés dans ce pays, qui se séparent sur : une distinction entre la surveillance du marché au comptant confié à la « Federal Energy Regulation Commission » et du marché dérivé confié à la « Commodity Futures Trading Commission » pour Waxman-Marlsey ; ou l'attribution de l'ensemble à cette dernière pour Feinstein- Snowe / Kerry Boxer.

En revanche, l'importance de fortes garanties en matière de régulation est commune, avec à la fois :

- la nécessité de doter ces autorités de forts pouvoirs, d'injonction comportementale, de sanctions, et de prévention des abus de marché,
- un contrôle strict de l'accès, dans le cadre de marchés demeurant cependant ouverts, et non limité aux seuls assujettis,
- un fort encadrement du recours au marché de gré à gré.

Sur ce dernier point, le rapport Tirole précité observait aussi « qu'au vu de l'expérience récente de la crise financière, il semble naturel que ces titres, ainsi que leurs produits dérivés, soient échangés sur des marchés organisés avec chambre de compensation. Beaucoup plus que des arrangements au gré à gré, ceci permettra une meilleure lisibilité des positions. De même, des réflexions sur la titrisation des crédits en cours de validation au sein de mécanismes de projet ainsi que sur une connexion

plus rapide entre le registre onusien des crédits liés au mécanisme MDP et les registres régionaux devraient être engagés ».

La nécessité d'une application exemplaire des dispositifs de régulation des marchés dérivés.

La financiarisation croissante est un processus qui vaut pour l'ensemble des marchés de « commodités ». Ainsi, pour les matières agricoles, on assiste au développement des marchés à terme, permettant à l'agriculteur de sécuriser son prix de vente. Le rapport Chevallier (Rapport du groupe de travail sur la volatilité des prix du pétrole. (2010)) observe de même que les problèmes de régulation de ces marchés pour le pétrole relèvent d'un cadre général (cf encadré 2).

Encadré 2 : Eléments sur la régulation des marchés de « commodités » (d'après le rapport Chevallier ; Annexe 5, Vieillefond et Smith, AMF) (...)

La financiarisation croissante des marchés de commodities amène à se poser la question de la régulation conjointe des marchés de produits de base et de leurs marchés dérivés associés. Ceci est vrai pour certains marchés de produits agricoles, de matières premières comme le pétrole, probablement à l'avenir de plus en plus pour l'énergie (électricité, gaz...), les quotas de CO2 etc.

De façon générale deux évolutions plaident pour considérer de façon globale certains marchés de commodities et leurs marchés dérivés :

- D'abord, bien entendu, les marchés de commodities se « financiarisent » c'est-à-dire que les dérivés, grâce à l'innovation financière et la montée en puissance des besoins des utilisateurs financiers et non-financiers, prennent une part de plus en plus importante en termes de volume, d'influence (formation du prix), de risques... Alors que traditionnellement les dérivés sont considérés comme assis sur les marchés « sous jacents », la croissance rapide des dérivés depuis plusieurs années signifie que les conditions de négociations sur les marchés dérivés rétroagissent de plus en plus fortement sur les conditions en vigueur sur les marchés physiques ;

- Ensuite, encore plus récemment, les marchés de commodities, qui étaient –outre leur rôle dans la découverte des prix– des marchés de couverture des risques d'acteurs professionnels (entreprises souhaitant se couvrir contre des fluctuations de prix de produits de base, banques souhaitant à leur tour réduire leur expositions nette suite à l'attribution de ces couvertures à leurs clients) sont devenus de plus en plus des marchés d'investissement (souvent appelés « de spéculation ») dont les actifs sont arbitrés entre eux et contre d'autres actifs financiers, non seulement au profit d'acteurs professionnelles souhaitant désormais s'exposer à ces marchés (banques, hedges funds, filiales de trading, des grands groupes du secteur de l'énergie) mais aussi au profit d'investisseurs non professionnels (via par exemple des Exchange Traded Funds – ETF). Cette « démocratisation » ou ouverture croissante de certains marchés de commodities à une population plus hétérogène très peu au fait des risques spécifiques inhérents aux marchés physiques incite à intégrer ces derniers dans une surveillance plus holistique que par le passé.

Cette double évolution, notamment vue des autorités de marchés financiers, doit conduire à se poser la question des risques qu'il convient de traiter. Les risques que présentent les marchés de commodities et leur marchés dérivés peuvent être classés comme suit :

- Les risques « microéconomiques » pesant sur les participants pris individuellement, notamment les consommateurs de commodities, et les investisseurs dans les marchés de commodities. A cet égard existent (i) un souci de protection du consommateur et des conditions d'une concurrence loyale d'une part, et (ii) un souci de bon fonctionnement des marchés et de lutte contre les abus de marché (manipulation, diffusion de fausses informations, comportement d'initié). Historiquement les fonctions (i) et (ii) ont pu être largement séparées entre les autorités de concurrence et les autorités de marché dont les cadres juridiques et les cultures de supervision divergent fortement.

- Les risques « macroéconomiques » pesant sur les acteurs et l'économie dans son ensemble. Fondamentalement, ces marchés permettent d'une part l'allocation efficiente des ressources concernées, d'autre part le transfert des risques associés à ces ressources dans de bonnes conditions. Si ces deux fonctions essentielles ne sont pas remplies, les dysfonctionnements subis réduiront dans des proportions plus ou moins fortes la contribution de ces marchés aux performances de l'économie.

- Enfin les risques « systémiques » que l'on entend ici comme ceux pouvant conduire à une disruption majeure du système financier, avec les conséquences immédiates et profondes que l'on sait pour l'économie mondiale. Ce risque de « système » comme son nom l'indique pourrait se rattacher à la catégorie macroéconomique mais vu sa spécificité, son impact lorsqu'il se réalise et surtout les méthodes spécifiques pour le surveiller et le traiter. il doit être séparé. (...)

Le marché du CO2 est directement concerné. Fondamentalement parce que, comme tous les prix de « commodities », il faut s'attendre à une volatilité importante du prix du carbone. En conséquence, les acteurs ont besoin d'instruments pour se couvrir contre ses fluctuations. De même, les investissements dans les projets de réduction des émissions sont confrontés à de multiples risques.

Ceci explique que le marché du CO2 se soit progressivement financiarisé, avec l'apparition de produits structurés, titrisant des portefeuilles de projets développés dans le cadre du mécanisme de développement propre, et le développement très rapide de contrats d'options et de vente. L'intervention de nouveaux investisseurs et la participation d'investisseurs individuels au marché sont aussi à anticiper.

Ils posent la lancinante question de la spéculation sur ces marchés (c'est-à-dire « l'achat, ou la vente, de biens en vue de les revendre, ou de les racheter, plus tard, plutôt que d'en user, et ce dans l'espoir d'une évolution favorable de leur prix »). Celle-ci est souvent suspectée de contribuer à la volatilité des

cours. Cependant, l'analyse de ces phénomènes est complexe, car, comme l'avait souligné Friedman, les spéculateurs « rationnels » ont une influence stabilisatrice, puisqu'ils achètent avant une hausse des cours, et vendent avant une baisse. Dès lors, un éventuel surplus de volatilité ne peut être attribuable qu'à l'existence de comportements non concurrentiels, à la non-rationnalité des agents, ou à des difficultés pour ceux-ci d'anticiper les équilibres des marchés futurs. Ces sujets demeurent controversés, avec comme contrepartie pratique qu'il est impossible, par exemple, de définir *a priori* des seuils, sur l'importance prise par ces marchés ou sur les évolutions de prix, qui pourraient être considérés comme caractéristiques d'une spéculation « néfaste ».

Dès lors, la régulation doit procéder autrement, en s'attachant, par exemple, à assurer la transparence des transactions. De même, la crise financière, dont l'origine se trouve notamment dans une titrisation excessive et des agences de notation laxistes, amène aujourd'hui à revoir les régulations correspondantes.

La régulation des marchés dérivés du carbone est donc à concevoir dans ce cadre général, en y appliquant notamment les orientations décidées par le G 20 en réponse à la crise.

Créé à l'initiative de Jean-Louis Borloo, ministre d'État, ministre de l'Écologie, de l'Énergie, du Développement durable et de la Mer, le Conseil économique pour le développement durable a pour mission de mobiliser des références économiques pour éclairer les politiques de développement durable.

Outre la déléguée interministérielle au développement durable et le président délégué du Conseil d'analyse économique, membres de droit, ce Conseil est composé de vingt cinq membres reflétant la diversité de la recherche académique et de l'expertise des parties prenantes sur les thématiques économiques liées au développement durable.

Les services du ministère de l'Écologie, de l'Énergie, du Développement durable et de l'Aménagement du territoire, notamment le Commissariat général au développement durable, sont étroitement associés aux travaux du Conseil.

Ces « références » établies dans le cadre de ses travaux, et diffusées pour stimuler le débat, n'engagent que leurs auteurs.

**Conseil économique
pour le
développement durable**
3, place Fontenoy
75007 Paris
Tel. : 01.40.81.21.22

**Directeur de la
publication**
Dominique Bureau