Les marchés à terme de produits pétroliers Future markets of oil products

Yves Simon

Volume 60, Number 3, septembre 1984

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/601302ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/601302ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Simon, Y. (1984). Les marchés à terme de produits pétroliers. *L'Actualité économique*, 60(3), 375–406. <https://doi.org/10.7202/601302ar>

Article abstract

In the first part of this paper a short description of the technical aspects of future markets of oil products is made. The second part is devoted to the services rendered by those markets. In the third part, the development of future markets of oil products is set forth.

*Les marchés à terme
de
produits pétroliers*

Yves SIMON

*Université Paris-Dauphine,
et CESA (HEC-ISA-CFC)*

Jusqu'en 1973, l'industrie pétrolière était caractérisée par une très forte intégration, une importante concentration et une remarquable stabilité des prix. Les *majors* jouaient un rôle déterminant. Elles extrayaient le pétrole, le transportaient, le raffinaient et distribuaient par leur propre réseau commercial les différents produits raffinés.

En 1973 et 1974, l'industrie pétrolière fut brutalement perturbée par les hausses importantes décidées par l'OPEP et les modifications structurelles représentées par la progressive prise de contrôle par les pays producteurs de certains stades de la filière pétrolière. Les *majors* continuèrent à jouer un rôle important mais il ne fut plus exclusif. C'est à cette époque que se développèrent les premiers marchés libres animés par des négociants et des professionnels des produits pétroliers (brut et raffinés) installés dans les grandes villes européennes ou américaines : Paris, Londres, Hambourg, Rotterdam, Milan, Houston, New York, et dans les ports disposant de capacités de stockage.

Les marchés libres sont des marchés résiduels et, comme tout marché de ce genre, de faibles variations de l'offre ou de la demande suffisent à engendrer de très fortes fluctuations des prix. Les marchés libres les plus importants sont localisés à New York et aux Caraïbes, à Amsterdam, Rotterdam et Anvers, ainsi qu'à Singapour. Leur influence a tendance à s'accroître depuis une quinzaine d'années. Alors qu'ils représentaient moins de 1% du marché des produits pétroliers avant 1974, leur part s'est progressivement accrue au point de représenter entre 15 et 20% en 1983.

Lorsque les prix sont stables, il n'est pas utile de se protéger contre les fluctuations des cours. Lorsqu'ils varient, les grandes sociétés intégrées ne sont pas fortement perturbées par ces fluctuations car elles peuvent répartir le risque de prix aux différents stades de la filière. Elles peuvent, par ailleurs, beaucoup plus facilement que les petites sociétés non intégrées, réaliser des couvertures en physique. Il leur est dans ces conditions

assez facile de répercuter les fluctuations des cours au niveau du consommateur final.

Les petites sociétés non intégrées et les négociants indépendants peuvent beaucoup plus difficilement répercuter ce risque de prix. Ils sont, de ce fait, pleinement exposés aux fluctuations des cours. Le problème est d'autant plus crucial que ces prix fluctuent désormais à la hausse et à la baisse.

Les modifications de l'environnement dans lequel évoluent les différents agents qui interviennent dans l'industrie pétrolière expliquent et justifient tout à la fois l'émergence et le développement des marchés à terme de produits pétroliers.

Nous rappellerons brièvement, dans une première partie, les modalités de fonctionnement des marchés à terme de produits pétroliers. Dans une deuxième partie nous évoquerons les services rendus par ces marchés. Leur développement sera exposé dans une troisième partie.

I — LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS À TERME DE PRODUITS PÉTROLIERS

Un marché à terme de produits pétroliers est un marché financier. Ceci implique que les transactions à terme ne portent pas sur des produits physiques mais sur des titres financiers. La bonne compréhension de cette réalité est essentielle pour éviter toute erreur d'interprétation¹.

Sur un marché à terme de produits pétroliers, les opérateurs achètent et vendent des titres financiers que l'on appelle des contrats. Ces titres représentent une certaine quantité de matières premières, de la même manière qu'une action représente, sur le marché des valeurs mobilières, une fraction de société. Les transactions sur ces marchés se font à différents termes. Pour chacun d'eux, il existe un prix spécifique.

Sur le marché des produits physiques, les transactions se font avec livraison immédiate ou différée de la marchandise. Les premières, les plus nombreuses, sinon toujours les plus importantes, sont les opérations courantes d'achat et de vente effectuées par les différents agents économiques. Les secondes prévoient que la livraison de la marchandise est repoussée à une date postérieure à celle de la signature de l'acte commercial. Cette livraison peut être instantanée ou échelonnée dans le temps. Quand un importateur achète 25 000 tonnes de fuel, la livraison peut se faire en une fois. Quand il en achète 3 millions de tonnes il est évident que la livraison doit être échelonnée sur plusieurs périodes.

1. Les développements de la première et deuxième partie de cet article ont déjà fait l'objet d'une publication sous une forme sensiblement identique à celle présentée ici. Nous avons cru utile de les reprendre en les adaptant au cas des produits pétroliers afin de permettre au lecteur peu familiarisé avec les techniques de fonctionnement des marchés à terme de comprendre la logique et l'utilité économiques des bourses de commerce.

Dans une transaction portant sur des produits physiques, tous les éléments du contrat : prix, qualité, quantité, financement, modalités de transport, etc . . . sont librement négociés par les contractants. Tel n'est pas le cas des transactions réglementées sur les marchés à terme. Ces transactions ne portent pas sur des produits physiques mais sur des contrats. Ces papiers déterminent très précisément la dénomination, la qualité, la quantité, la date et le lieu de livraison ou de réception des marchandises. Seul le prix est librement négocié². Les contrats négociés sur ces marchés sont des titres financiers parfaitement standardisés, représentant une certaine quantité de matières premières : 42 000 gallons de fuel domestique, par exemple pour le marché de New York.

Un opérateur intervenant sur un marché à terme s'oblige à livrer, s'il est vendeur, ou à prendre livraison, s'il est acheteur, à un prix fixé au moment de la transaction, d'une certaine quantité de marchandise dont toutes les caractéristiques sont précisées par le contrat. Sont également précisés le lieu de livraison et l'époque à laquelle elle se fera (le terme). Dans l'exemple du marché à terme du fuel domestique, le contrat porte sur 1 000 barils livrables dans le port de New York. Les transactions s'effectuent pour chacun des 15 prochains mois entre 10h30 et 12h45 sur la base de fluctuations minimales de 0,0001 \$ par gallon et d'une variation maximale au cours d'une journée de 0,02 \$ par gallon. Cette standardisation assure une très grande fongibilité aux contrats et leur permet d'être très facilement compensables.

Seule l'homogénéité des matières premières servant de support aux contrats autorise les transactions à terme et assure la fongibilité des contrats³.

2. Des explications complémentaires sur la spécificité des contrats et des marchés à terme peuvent être trouvées dans le livre de Y. Simon, *Bourses de commerce et marchés à terme de marchandises*, 2^e édition, Paris, Dalloz, 1981.

3. L'exigence d'homogénéité n'est pas la seule à être requise pour assurer la viabilité d'un marché à terme. Cinq autres conditions doivent être réunies. Elles tiennent aux caractéristiques des produits négociés, à l'offre et à la demande sur les marchés à terme, aux prix des marchandises négociées, à l'organisation des marchés à terme et aux spécifications du contrat. Ces conditions furent exposées par O.G. Baer et J.B. Saxon, *Commodity Exchanges and Futures Trading: Principles and Operating Methods*, New York, 1949; H.S. Houthakker, «The Scope and Limits of Futures Trading», article publié dans l'ouvrage collectif *The Allocation of Economic Resources*, P.A. Baran, T. Scitovsky, E.S. Shaw (éd.) Stanford, Stanford University Press, 1959, pp. 134-159; H.H. Bakken, «Adaptation of futures Trading to live Cattle», article publié dans l'ouvrage collectif *Future Trading in Livestock*, H.H. Bakken (éd.), Madison, Mimir Publishers, 1970; R.W. Gray, «The Prospects for Trading in Live Hog Futures», article publié dans l'ouvrage collectif, *Futures Trading in Livestock*, H.H. Bakken (éd.), *op.cit.*; M.J. Powers, «Effects of Contract Provisions on the Success of a Futures Contract», *Journal of Farm Economics*, novembre 1967, pp. 833-843; R.L. Sandor, «Innovation by an Exchange: a Case Study of the Development of the Plywood Futures Contract», *Journal of Law and Economics*, avril 1973, pp. 119-136; W.L. Silber, «Innovation Competition and New Contract Design in Futures Markets», *Conference on Regulation and Futures Markets at the Center for the Study of Futures Markets*, Graduate School of Business, Columbia University, New York, 29-30 janvier 1981. On trouvera des explications complémentaires sur les

Sur un marché à terme de matières premières l'opérateur achète ou vend des contrats sans nécessairement posséder la matière première servant de support aux contrats. Un opérateur peut donc s'engager en mars 1984 à livrer, en septembre 1984, du fuel ou de l'essence qu'il ne possède pas. De la même manière un opérateur peut s'engager en février 1984, à prendre livraison en décembre 1984 de pétrole brut sans être assuré que son co-contractant possède des produits physiques ou sans avoir lui-même la volonté d'en prendre réellement livraison. Si le marché à terme était un marché de produits physiques, cette situation serait très inconfortable. Elle serait même angoissante pour l'opérateur qui s'est engagé à livrer du physique qu'il ne possède pas. Il faut savoir en effet que le contrat est un engagement ferme de livrer ou de prendre livraison d'une certaine quantité de marchandise. Heureusement, le marché à terme n'est pas un marché de produits physiques mais un marché financier. Son objectif essentiel n'est pas d'assurer l'approvisionnement des opérateurs ou de permettre l'écoulement de leurs stocks.

Tout contrat acheté ou vendu se dénoue au plus tard à l'arrivée du terme. L'originalité des marchés à terme de marchandise est de permettre deux dénouements possibles. La manière a priori la plus simple est de remplir les obligations du contrat en prenant livraison de la marchandise ou en la livrant. Cette méthode est peu pratiquée. C'est une opération lourde, assez coûteuse et peu justifiée dans la plupart des cas mais elle est indispensable car elle établit une passerelle entre le marché au comptant, qui est celui des produits physiques, et le marché à terme, qui est celui du papier. Entre 1 et 3% des contrats se dénouent en moyenne par une livraison effective de marchandise. Cette passerelle est cependant très importante car elle permet une évolution identique, dans leurs grandes tendances, des prix sur les deux marchés et autorise de ce fait les opérations de couverture. Si les prix à terme et au comptant n'évoluaient pas de la même manière, des opérations d'arbitrage physique-papier seraient immédiatement entreprises et auraient pour conséquence de rétablir l'égalité entre les deux prix. Pour éviter une trop grande rigidité, il est parfois prévu que la qualité des produits livrés peut différer de celle indiquée par le contrat. Quand la marchandise est d'une qualité supérieure, le vendeur reçoit une prime ; quand elle est inférieure, il verse une prime. Ces différentes sommes sont généralement déterminées avec précision par le contrat lui-même. Cette souplesse est indispensable dans le cas de marchandises peu homogènes ou difficiles à standardiser.

causes de l'échec d'un marché à terme chez R.W. Gray, «Why Does Futures Trading Succeed or Fail? An Analysis of Selected Commodities», article publié dans l'ouvrage collectif, *Futures Trading Seminar*, vol. IV, Chicago Board of Trade (éd.), Chicago, 1966, pp. 115-128; R.E. Schneidau, «Some Hypothesis on the Success or Failure of Futures Contracts», article publié dans l'ouvrage collectif *Futures Trading in Livestock*; H.H. Bakken (éd.), *op. cit.*

Dans la quasi-totalité des cas, le dénouement d'un contrat se réalise avant l'arrivée du terme par compensation et inversion de l'opération initiale : le vendeur rachète un contrat, l'acheteur revend un contrat pour la même échéance. Cette manière d'exécuter les obligations du contrat est la grande originalité des marchés à terme de marchandise. Elle permet à l'opérateur de déboursier ou d'encaisser la différence entre le prix des deux transactions⁴.

Pour quelles raisons des opérateurs interviennent-ils sur ces marchés ? Quelles motivations les poussent à acheter (vendre) des contrats qui seront revendus (rachetés) avant l'arrivée du terme ? La réponse naïve à ces questions suggère que les opérateurs sont des spéculateurs. Ils achètent et vendent des contrats sans posséder ou vouloir acquérir à l'échéance les produits physiques correspondant aux contrats négociés. Ils compensent en conséquence leurs contrats avant l'arrivée du terme et reçoivent ou versent une somme correspondant à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des contrats.

Qu'il y ait sur un marché à terme de très nombreuses opérations de spéculation est une réalité d'une part, une nécessité d'autre part⁵, mais toutes les études historiques établissent que les transactions à terme n'ont pas eu la spéculation pour premier objectif. Ce sont les opérations de couverture dont l'objectif est d'offrir une protection contre le risque de prix qui sont à l'origine de l'émergence des marchés à terme⁶.

Les contrats à terme ne sont pas négociés en vue d'obtenir une livraison de produits physiques mais dans un but de protection ou de spéculation. La fonction d'un marché à terme est de fournir un mécanisme où les intérêts commerciaux peuvent être protégés, au moins partiellement, contre les risques de prix inhérents au stockage, au négoce ou à la transformation des marchandises. Une transaction sur un marché à terme n'a pas pour objet d'échanger des produits physiques. Quand on achète 100 000 barils de fuel à six mois, il ne s'agit pas, dans la quasi-totalité des cas, d'attendre l'échéance pour prendre livraison de la marchandise physique. Quand un vendeur négocie 50 000 barils de fuel à 12 mois, cela ne signifie pas qu'il cherche à livrer des biens. Sur les marchés à terme, on achète et on vend des contrats. Leur fonctionnement rend difficile l'échange de marchandises physiques.

Sur le marché physique par contre, la livraison effective des produits pétroliers est la conclusion logique d'une transaction. La livraison peut

4. Cette souplesse est facilitée par la présence d'une chambre de compensation.

5. R.W. Gray, « Price Effects of a Lack of Speculation », *Food Research Institute Studies*, numéro supplémentaire, 1967.

6. H. Working, « Futures Trading and Hedging », *American Economic Review*, juin 1953, pp. 314-315 et H.S. Irwin, *Evolution of Futures Trading*, Madison, Mimir Publishers, 1954.

être instantanée ou échelonnée, différée ou immédiate. Les paiements peuvent être instantanés ou échelonnés, anticipés ou différés.

Sur le marché à terme et le marché physique s'établissent des prix différents mais interdépendants⁷. Le prix à terme est le prix auquel se négocient des contrats. Il y a autant de prix que de périodes pour lesquelles sont achetés et vendus des contrats. Le prix au comptant est le prix auquel se négocient les produits physiques. Il y a autant de prix que de qualités de marchandises et de lieux d'échange. Le prix au comptant le plus significatif est celui des produits pétroliers disponibles dans les capacités de stockage agréées par la Bourse et présentant les spécifications requises pour être livrés en exécution d'un contrat. Ce prix représente le cours du disponible. Quand nous évoquerons le prix au comptant, c'est à cette notion que nous ferons référence en sachant fort bien que le prix dans une localité située à 1 000 kilomètres d'un marché à terme diffère du prix du disponible du montant des frais de transport. À ce premier élément s'en ajoute d'ailleurs un second tenant à la différence de qualité.

Il existe une relative autonomie entre les prix au comptant et à terme, mais ceci ne les empêche pas d'évoluer sensiblement de la même manière. Trois raisons expliquent ce parallélisme :

- Les mêmes opérateurs interviennent sur les marchés du papier et des produits physiques.
- Il est toujours possible de dénouer un contrat par une livraison de physique lorsque les prix divergent et qu'il devient rentable de la faire malgré les inconvénients que pose la livraison.
- Le vendeur (l'acheteur) d'un contrat est obligé de livrer (prendre livraison) des produits pétroliers s'il n'a pas annulé son opération avant l'arrivée du terme.

Tous les industriels qui produisent, stockent, transforment ou vendent des marchandises tirent parti de ce parallélisme pour réaliser des opérations de couverture et d'arbitrage. Trois raisons expliquent cependant que les prix des produits physiques et des contrats ne varient pas de façon rigoureusement identique :

- Les spéculateurs sur les marchés à terme anticipent les mouvements de prix et peuvent les accentuer.
- Les prix à terme peuvent être influencés par des éléments qui n'ont rien à voir avec le marché des produits pétroliers : évolution du taux de

7. J.C. Cox, J.E. Ingersoll, S.A. Ross, « The Relation between Forward Prices and Futures Prices », *Journal of Financial Economics*, décembre 1981, pp. 321-346; R.A. Jarrow, G.S. Oldfield, « Forward Contracts and Futures Contracts », *Journal of Financial Economics*, décembre 1981, pp. 373-382.

change, désaffection des investisseurs à l'égard des marchés de valeurs mobilières, disponibilité de capitaux prêts à s'investir, etc.

— Les transactions sur le marché des contrats peuvent amplifier à très court terme les fluctuations des prix au comptant.

Cette présentation des mécanismes de fonctionnement des marchés à terme, permet de réexaminer deux critiques virulentes, mais parfaitement naïves, souvent adressées aux bourses de commerce.

La première concerne l'importance des transactions physiques sur un marché à terme. Il est vrai que moins de 2% des contrats à terme se dénouent par livraison de physique mais il faut savoir que le fonctionnement des marchés à terme est d'autant plus satisfaisant que ce pourcentage est faible. Les marchés à terme sont des marchés financiers qui permettent de se couvrir ou de spéculer mais dont la finalité n'est pas de procéder à des livraisons physiques. Le mécanisme des marchés à terme ne facilite pas le dénouement des contrats par livraison ou prise de livraison des produits physiques. Le développement des livraisons de physique ne doit jamais être considéré comme un élément positif. Il est au contraire le signe précurseur du prochain échec d'un marché à terme. Le volume des produits physiques échangés sur un marché à terme est par ailleurs dérisoire comparé à celui des transactions sur le marché au comptant. La raison en est simple : le marché à terme n'est pas un substitut au marché au comptant mais un complément. Les opérations à terme ne suppriment pas les transactions sur le marché physique et ne s'y substituent pas. Elles permettent simplement aux opérateurs sur le marché au comptant de se couvrir contre les risques de prix.

La deuxième critique concerne l'ampleur des transactions à terme par rapport à la production ou à l'extraction des ressources naturelles. Il est vrai que les transactions sur certains marchés à terme de matières premières représentent 15 ou 20 fois, et même plus, le volume de la production⁸. Cette multiplication des transactions est facile à comprendre. Elle s'explique par le passage de la marchandise dans plusieurs mains. Entre le producteur et l'utilisateur final, cinq ou six intermédiaires peuvent acheter et vendre les produits physiques. S'ils se couvrent tous, le volume des transactions à terme peut être beaucoup plus important que le montant de la production. Cette explication est vraie mais partielle car pour certaines productions la quasi totalité des transactions à terme sont d'origine spéculative. Tel est le cas de l'or et de l'argent. Les statistiques disponibles relatives aux opérateurs intervenant dans les bourses de commerce établissent cependant que tel n'est pas le cas des marchés de produits pétroliers.

8. Tel n'est pas encore le cas, loin s'en faut, des produits pétroliers.

L'idée que les marchés à terme sont uniquement des marchés spéculatifs sous-tend ces deux critiques. Nous pensons qu'elles ne sont pas fondées même si, comme l'exige le fonctionnement harmonieux des marchés à terme, 15 à 60% des transactions sont initiées par des spéculateurs.

II — LES SERVICES RENDUS PAR LES MARCHÉS À TERME

La suspicion largement entretenue à l'égard des marchés à terme de matières premières provient du mystère et de l'incompréhension qui entourent leur contribution à la gestion et au processus d'allocation des ressources.

La volonté de se protéger contre les risques de prix explique l'émergence des marchés et le développement des transactions à terme mais ce serait une erreur de réduire les services offerts par ces marchés à une simple fonction d'assurance.

1. *Les marchés à terme et la protection contre les risques de prix*

Il est fréquent pour un négociant, surtout lorsqu'il opère dans le domaine du commerce international, de vendre à prix ferme et définitif du fuel livrable ultérieurement (dans trois ou six mois) sans le posséder. Il est bien évidemment confronté à un risque de prix lorsqu'il achète les produits physiques pour les livrer à l'importateur. De la même manière un stockiste ayant acheté de l'essence est confronté à un risque de baisse des cours lors de la revente.

Pour se protéger, l'exportateur et le stockiste, mais ceci est également vrai de toute entreprise affectée par les variations de cours des marchandises utilisées dans ses activités courantes, doivent effectuer des opérations de couverture (*hedging*)⁹.

Du fait que les prix du physique et des contrats évoluent de manière sensiblement parallèle, il suffit pour se couvrir de prendre sur le marché à terme une position inverse à celle qui est tenue sur le marché des produits physiques. De ce fait, toute perte sur le marché au comptant est contrebalancée par un gain sur le marché du papier. La protection est d'autant mieux assurée que l'évolution des cours à terme est parallèle à celle des prix sur le marché des produits physiques.

9. Pour une analyse théorique des opérations de couverture, le lecteur peut se référer aux articles suivants : L.L. Johnson, « The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures », *Review of Economic Studies*, juin 1960, pp. 139-151 ; L.G. Telsler, « Safety First and Hedging », *Review of Economic Studies*, 1955-1956, pp. 1-16 ; H. Working, « Hedging Reconsidered », *Journal of Farm Economics*, novembre 1953, pp. 544-561 ; H. Working, « Futures Trading and Hedging », *American Economic Review*, juin 1953, pp. 314-343. Des développements plus généraux sur la théorie des marchés à terme peuvent être trouvés chez G. Blau, « Some Aspects of the Theory of Futures Trading », *Review of Economic Studies*, 1944-1945, pp. 1-30 et B.A. Goss, *The Theory of Futures Trading*, Londres, Routledge and Kegan Paul, 1972.

Quand l'exportateur se protège contre le risque de hausse il achète des contrats à terme : on dit qu'il fait une opération de *long hedging*. Quand l'organisme de stockage se protège contre le risque de baisse, il vend des contrats : on dit qu'il fait une opération de *short hedging*.

1.1 *Le mécanisme des opérations de couverture*

Les développements qui suivent vont très sommairement évoquer le mécanisme des opérations de couverture. Nous reviendrons le cas d'une protection contre le risque de hausse des cours. Le raisonnement serait identique (mais inverse) dans l'hypothèse d'une protection contre le risque de baisse.

Le 15 avril un négociant international de produits pétroliers s'engage à livrer fin octobre 100 000 tonnes de fuel à un importateur à un cours de 80 cents le gallon. À ce cours s'ajoutent d'autres éléments supportés en partie ou en totalité par l'acheteur : financement, assurance, transport et profit du négociant de sorte que le prix de vente effectif, ferme et définitif, est 85 cents le gallon.

Ne disposant pas en stock de la quantité qu'il s'est engagé à livrer, ce négociant est confronté à un problème qui ne peut recevoir que l'une des trois solutions suivantes :

- Acheter dès maintenant du fuel, mais cette solution exige des capacités de stockage et implique des frais financiers (et de stockage) importants.
- Repousser l'achat du fuel mais, dans ce cas, le négociant spéculé sur le physique car il ne connaît pas ce que sera le prix du marché au moment où il achètera son fuel.
- Repousser l'achat des produits physiques et entreprendre immédiatement une opération de couverture.

Redoutant une hausse des cours entre octobre et l'époque à laquelle il se procurera le fuel, ce négociant cherche à éviter une moins value. Il achète pour ce faire des contrats échéance octobre à un cours supposé égal à 83 cents le gallon. La différence entre 83 et 80 cents constitue la base¹⁰. Nous admettrons pour l'instant qu'elle représente les coûts de stockage et de financement de fuel entre octobre et mars.

10. En théorie économique et financière cette différence constitue un report. Si le prix à terme était inférieur au prix au comptant, on parlerait de déport. De nombreuses analyses concurrentes ont tenté d'expliquer la formation du report ou du déport et les relations entre les différents prix sur les marchés à terme de matière première. Les principales références sur cette question sont : P.A. Samuelson, « Intertemporal Price Equilibrium : a Prologue to the Theory of Speculation », *Weltwirtschaftliches Archiv*, décembre 1957 ; J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, Londres, Mac Millan, 1930, pp. 142-144 ; J.R. Hicks, *Value and Capital*, traduction française Paris, Dunod, 1956, pp. 117-127 ; N. Kaldor, « Speculation and Economic Stability », *Review of Economic Studies*, octobre 1939, pp. 1-27 ; L.G. Telser, « Fu-

Le 15 octobre, lorsque, pour remplir ses obligations commerciales, le négociant achète le fuel, les cours sont égaux à 1\$. Le négociant subit une moins value de 20 cents par gallon sur le marché des produits physiques. Mais en vendant à 1\$ le gallon les contrats à terme achetés 83 cents le 15 avril, il réalise une plus value de 17 cents qui contrebalance la perte enregistrée sur le marché du physique. Par cette opération de couverture le négociant est protégé contre la hausse des prix. Faute de s'être couvert à terme ce négociant aurait subi une moins-value de 20 cents par gallon. La protection n'est cependant pas parfaite. L'imperfection a pour origine la divergence entre les cours à terme et du physique au 15 avril. Si la protection est imparfaite, elle n'en demeure pas moins très satisfaisante¹¹.

Si au lieu de s'élever, les prix baissent entre le 15 octobre et le 15 février de 80 à 60 cents, le négociant réaliserait un gain de 20 cents sur le marché du physique mais ce gain serait surcompensé par une perte sur le marché des contrats. Le négociant pourrait regretter de s'être protégé contre une évolution qui s'est finalement révélée favorable mais l'opération de couverture est parfaitement symétrique: si elle évite des pertes, elle prive bien évidemment l'opérateur de tout gain potentiel.

L'opération de couverture ne supprime pas le risque des prix. Elle permet simplement au négociant de le transférer aux spéculateurs. En vendant à 83 cents le gallon, le 15 avril, des contrats rachetés 1 \$ le 15 octobre, le spéculateur subit une moins value de 17 cents le gallon. Si,

tures Trading and the Storage of Cotton and Wheat», *Journal of Political Economy*, juin 1958, pp. 235-255; M.J. Brennan, «The Supply of Storage», *American Economic Review*, mars 1958, pp. 58-72; P.H. Cootner, «Returns to Speculators: Telser versus Keynes», *Journal of Political Economy*, août 1960, pp. 396-404; H.S. Houthakker, «Normal Backwardation», in *Value, Capital and Growth: Papers in Honour of Sir J.R. Hicks*, J.N. Wolfe (éd.), Chicago, Aldine, 1968; H. Working, «The Theory of Price of Storage», *American Economic Review*, décembre 1949, pp. 1254-1262; F.H. Weymar, «The Supply of Storage Revisited», *American Economic Review*, décembre 1966, pp. 1226-1234.

11. De nombreuses études ont été réalisées dans le but de mesurer l'efficacité des opérations de couverture. Le débat sur la question est loin d'être terminé. Parmi les premières études qui ont posé les termes du débat on retiendra les articles suivants: L.D. Howell et L.J. Watson, «Relation of Spot Cotton Prices to Prices of Futures Contracts and Protection Afforded by Trading in Futures», *United States Department of Agriculture Technical Bulletin*, n° 602, 1938; L.D. Howell, «Analysis of Hedging and Other Operations in Grain Futures», *United States Department of Agriculture Technical Bulletin*, n° 971, 1948; B.S. Yamey, «An Investigation of Hedging on an Organized Produce Exchange», *Manchester School of Economics and Social Studies*, septembre 1951, pp. 305-319; T.F. Graf, «Hedging, How Effective is it?», *Journal of Farm Economics*, août 1953, pp. 398-413; R.H. Snape, «Price Relationships on the Sidney Wool Futures Market», *Economica*, mai 1968, pp. 169-178; R.H. Snape et B.S. Yamey, «Test of the Effectiveness of Hedging», *Journal of Political Economy*, octobre 1965, pp. 540-544; H. Working, «Futures Trading and Hedging», *American Economic Review*, juin 1953, pp. 314-343; H. Working, «Hedging Reconsidered», *Journal of Farm Economics*, novembre 1953, pp. 544-561; R.W. Gray, «The Effectiveness of Futures Trading for Hedging», in *Futures Trading Seminar*, vol. 1, Chicago Board of Trade (éd.) 1960.

par contre, les prix s'élèvent, le spéculateur obtient un gain symétrique à la perte précédemment dérogée¹².

Dans l'exemple développé, le résultat net de l'opération de couverture se traduit pour le négociant par une perte de 3 cents par gallon. Cette somme représente en quelque sorte une prime d'assurance versée aux spéculateurs.

L'opération de couverture est dans la réalité infiniment plus complexe pour de nombreuses raisons dont nous ne retiendrons que les deux plus évidentes.

À l'échéance du contrat, le prix du terme n'est pas nécessairement égal au prix du physique. Cette différence peut en conséquence accroître ou réduire le coût de l'assurance.

La deuxième raison vient du fait que le terme de l'opération de couverture est très souvent différent de celui retenu pour la livraison de produits physiques. Le 15 avril, un négociant peut très bien s'engager à livrer du fuel pour octobre et se couvrir sur le terme de août quitte à renouveler en août la couverture pour le mois d'octobre. Il peut également se couvrir, le 15 avril, en achetant des contrats pour le terme de décembre. Ce comportement s'explique par le fait que la base n'est pas constante, que l'évolution des cours à terme n'est jamais parfaitement régulière et qu'il peut être de ce fait moins coûteux dans certaines circonstances de se couvrir à 4 mois et de reporter son opération que de se couvrir directement sur un terme de 6 mois. De la même façon, il peut être plus avantageux, dans d'autres circonstances, de couvrir une opération physique ayant 6 mois d'échéance par une opération à terme de 8 mois.

En mettant l'accent sur la notion de base nous abordons un point très important permettant de mieux appréhender certains services rendus

12. De nombreuses études empiriques se sont données pour objectif de déterminer la rentabilité des opérations de spéculation. Parmi les articles les plus significatifs, nous retiendrons ceux de B. Stewart, « An Analysis of Speculative Trading in Grain Futures », *United States Department of Agriculture Technical Bulletin*, n° 1001, octobre 1949; H. Working, « Financial Results of Speculative Holding of Wheat », *Wheat Studies of the Food Research Institute*, juillet 1931, pp. 417-428; H.S. Houthakker, « Can Speculators Forecast Prices? », *Review of Economics and Statistics*, mai 1957, pp. 143-151; C.S. Rockwell, « Normal Backwardation, Forecasting and the Returns to commodity Futures Traders », *Food Research Institute Studies*, supplément 1967, pp. 107-130; K. Dusak, « Futures Trading and Investor Returns: An Investigation of Commodity Market Risk Premiums », *Journal of Political Economy*, novembre 1973, pp. 1387-1406; R.W. Gray, « The Search for a Risk Premium », *Journal of Political Economy*, juin 1961, pp. 250-260. Les interventions des spéculateurs n'ont-elles pas pour conséquence de déstabiliser les prix? Cette question très controversée ne peut être traitée dans le cadre de ce papier. Le lecteur trouvera des éléments de réponse chez W.J. Baumol, « Speculation Profitability and Stability », *Review of Economics and Statistics*, août 1957, pp. 263-271; L.G. Telser, « A Theory of Speculation Relating Profitability and Stability », *Review of Economics and Statistics*, août 1959, pp. 295-301; M.J. Farrell, « Profitable Speculation », *Economica*, mai 1966.

par les marchés à terme. Après l'avoir approfondi, nous montrerons que ce concept doit être intégré à la politique de couverture des opérateurs intervenant sur les marchés à terme.

1.2 *L'approfondissement de la notion de base*

À tout moment du temps, il existe une différence entre le prix au comptant d'une matière première et son cours négocié sur un marché à terme. Cette différence représente la base. Quand le prix à terme est supérieur au prix comptant, on parle de report, quand il lui est inférieur, on parle de déport.

Il existe autant de bases que

- de marchés où sont négociés les produits physiques
- de termes pour lesquels sont négociés des contrats
- de qualités négociées sur le marché au comptant¹³

Une base très significative est celle qui mesure la différence entre le prix à terme rapproché et le prix des produits pétroliers disponibles dans les capacités de stockage agréées par la Bourse de Commerce et présentant les spécifications requises pour être livrés en exécution d'un contrat. Le 1^{er} octobre le prix du fuel livrable en exécution d'un contrat, disponible dans les capacités de stockage agréées par le NYMEX, vaut 80 cents le gallon. Si, à la même date, les contrats à terme échéance décembre se négocient 82 cents, la base au 1^{er} octobre est égal à 2 cents. Dans la mesure où le prix du physique est inférieur au prix à terme, la base est « *2 cents under NYMEX* ». Il existe des circonstances, en général exceptionnelles, dans lesquelles la base est « *over NYMEX* ». Ceci implique que le prix au comptant est supérieur au prix à terme. Dans le cas général du report les frais de stockage sont la principale composante de la base. Ces frais regroupent les coûts de stockage, d'assurance et de financement. En situation de déport, les frais de stockage ne sont pas éliminés, mais ils sont contrebalancés par les anticipations des opérateurs sur la situation relative de l'offre et de la demande sur le marché spot futur.

La base est généralement calculée pour le terme rapproché. Il est cependant toujours possible de la calculer par rapport à d'autres échéances. Le 1^{er} octobre on peut calculer la base décembre et la base mars. Cette dernière est généralement supérieure à la base décembre. Les raisons de cette situation tiennent au coût de financement.

Quand le terme rapproché, par suite du passage du temps, se transforme en mois de livraison, le calcul de la base s'appuie sur le terme suivant et ce, dès le premier jour de transactions du mois de livraison.

13. Board of Trade Clearing Corporation, *Understanding Basis. The Economics of Where and When*, 7^e éd., Chicago, Chicago Board of Trade et H.B. Arthur, *Commodity Futures as a Business Management Tool*, Boston, Harvard University Press, 1971.

À un instant donné, le prix de 42 000 gallons de fuel domestique ne sera pas identique à New York, Rotterdam, Singapour ou dans les ports du Golfe du Mexique. Il existe par conséquent autant de bases que de marchés où se négocient des produits pétroliers. La base Rotterdam (la différence entre le prix du fuel présentant les spécifications requises pour être livré en exécution d'un contrat et le prix pour le terme rapproché du NYMEX) différera, toutes choses égales par ailleurs, de la base New York, du coût de transfert reliant le marché physique de Rotterdam aux capacités de stockage de New York.

Tous les règlements organisant le fonctionnement des marchés à terme prévoient la possibilité de livrer des marchandises de qualité différente de celle négociée à terme. Dans ces conditions, et toutes choses égales par ailleurs, la base pour ces qualités sera supérieure ou inférieure à la base relative à la qualité livrable en exécution d'un contrat. Par extension, les qualités négociées sur le marché physique local qui ne sont pas susceptibles d'être livrées auront une base spécifique. Toutes choses égales par ailleurs, les différences entre les bases seront fonction des différences de qualité entre les produits physiques.

À un endroit donné, la base n'est jamais constante pour tout un ensemble de raisons dont on peut rappeler les deux plus importantes.

La première provient de la plus ou moins grande concurrence que se font les acheteurs et vendeurs. La base locale varie en fonction des fluctuations de l'offre et de la demande de produits physiques sur le marché local d'une part, de l'offre et de la demande de contrats sur le marché à terme de New York d'autre part.

La deuxième provient du simple passage du temps. Dans la mesure où les frais de stockage sont une composante de la base, on doit s'attendre à ce qu'au 1^{er} novembre, et toutes choses égales par ailleurs, la base soit inférieure à celle du 1^{er} octobre du montant des frais de stockage entre le 1^{er} octobre et le 1^{er} novembre. Il est de ce fait relativement facile de prévoir l'évolution de la base car il existe un processus de convergence entre le prix à terme et celui du physique disponible dans les capacités de stockage agréées par la Bourse de Commerce et livrable en exécution des contrats. À l'arrivée du terme, ce processus aboutit, en principe, à une égalité entre les deux prix.

1.3 *La base et la politique de couverture de l'entreprise*

L'opération de couverture n'est jamais systématique et aucune entreprise ne se couvre de manière répétitive. La connaissance de la base est un élément essentiel pour déterminer si l'on doit se couvrir et si oui, le moment précis où cette opération doit être effectuée.

L'opération de couverture fut précédemment analysée comme un transfert du risque de prix en contrepartie du paiement d'un coût d'assurance représenté par la base. Deux observations doivent être formulées.

La première est qu'il est sans doute inadéquat de parler de coût d'assurance dans la mesure où la base représente l'ensemble des frais de stockage qui doivent être nécessairement pris en charge. Ils ne représentent pas de ce fait un véritable coût d'assurance. Le coût d'assurance ne pourrait être explicitement pris en compte que s'il y avait une prime de risque et si le prix à terme était un estimateur systématiquement biaisé du prix comptant futur.

La deuxième observation est que la base n'est pas constante. Cette variabilité s'explique par deux facteurs :

- en anticipant des variations de prix, certains opérateurs sur le marché à terme peuvent accentuer ou réduire le montant de la base;
- les mêmes intervenants prennent en considération des éléments qui n'ont rien à voir avec le marché des produits physiques, ce qui peut, là également, accroître ou réduire le montant de la base.

Dans la mesure où les opérateurs raisonnent à partir de bases locales différentes de celles de New York, d'autres éléments d'incertitude ne peuvent manquer d'apparaître. Ces facteurs tiennent pour l'essentiel aux modifications des conditions de l'offre et de la demande de produits physiques sur leur marché local.

L'impossibilité de prévoir correctement et parfaitement l'évolution de la base est la conséquence de ces différentes incertitudes. Cette conclusion implique que le coût de l'opération de couverture n'est jamais parfaitement déterminé, et n'est jamais connu avec précision au moment où elle est initiée. Le risque de variation de la base est cependant beaucoup moins grand que le risque de variation du niveau absolu des cours. Cette différence dans les deux risques conduit les opérateurs à substituer le premier au second.

L'opération de couverture doit alors être ré-interprétée en disant qu'elle permet à ceux qui l'initient de substituer au risque de variation du niveau des prix qui est imprévisible, le risque de base qui est moins important, plus facile à gérer et plus facile à prévoir.

L'opération de *hedging* ne doit pas être considérée comme une activité d'assurance mais comme une modalité de gestion des risques¹⁴.

14. Ceci explique que les opérations de couverture ne sont jamais systématiques et que les professionnels détiennent simultanément des positions couvertes et non couvertes. Cf. J.L. Stein, «The Simultaneous Determination of Spot and Futures Prices», *American Economic Review*, décembre 1961, pp. 1012-1025.

Les services rendus par les marchés à terme ne se limitent pas à la gestion du risque de prix. Beaucoup d'autres services sont offerts par les marchés à terme.

2. *Les autres services rendus par les marchés à terme*

La protection contre le risque de prix est une fonction essentielle des marchés à terme mais ce serait une erreur de restreindre leur utilité à ce point. Les marchés à terme offrent de nombreux autres services tous fort importants. Nous pouvons, pour la commodité de l'exposé, les regrouper en cinq rubriques.

2.1 *Les marchés à terme et la gestion des stocks*

Les marchés à terme fournissent une information de première qualité. En la combinant avec des opérations à terme, il est possible d'améliorer la gestion des stocks de produits physiques. De nombreuses opérations à terme sont en fait initiées dans l'anticipation d'un changement dans les relations entre les prix au comptant et à terme. L'opérateur ne raisonne plus en prix absolus, mais en écart entre les prix au comptant et à terme. Les opérations de couverture ne doivent plus être considérées comme une assurance mais comme un instrument de gestion des stocks¹⁵.

Un exemple permet d'illustrer le raisonnement. Le coût marginal de stockage de fuel est supposé nul. Un entrepreneur disposant de capacités de stockage inutilisées constate que le prix à terme est supérieur au prix au comptant. En présence d'un report supposé égal à 5, il achète des produits physiques et vend immédiatement des contrats. Dans la mesure où les cours au comptant et à terme doivent être identiques à l'échéance du contrat, il espère obtenir un profit de 5, quel que soit le niveau des cours. À l'échéance, l'opérateur dénoue son contrat et revend ses produits physiques. Il retrouve le niveau initial de ses stocks mais en ayant utilisé ses capacités de stockage il réalise un gain de 5. Ce qui l'a incité à acheter du fuel pour le stocker, ce n'est pas le niveau absolu des prix mais le fait qu'il existait un report qu'il pouvait espérer obtenir. Dans la réalité, une légère différence s'ajoute ou se retranche du bénéfice anticipé car à l'échéance le prix à terme n'est pas nécessairement identique au prix au comptant.

Nous avons supposé que le coût marginal de stockage était nul. Ce n'est pas une hypothèse aberrante mais il est évident que s'il était positif il se soustrairait du report. Quand ce dernier est inférieur ou simplement

15. Cette thèse a été particulièrement développée par H. Working. Elle est exposée dans deux articles déjà mentionnés de cet auteur. H. Working, «Futures Trading and Hedging», *op. cit.* et H. Working, «Hedging Reconsidered», *op. cit.*

égal au coût de stockage, l'entrepreneur n'effectue pas les opérations précédemment décrites sur les marchés du physique et des contrats.

Le report incite les opérateurs à intervenir à un moment crucial pour l'intérêt général. Un report élevé signifie que le prix au comptant est faible à cause d'un excès d'offre de produits physiques. En achetant de la marchandise, les opérateurs réduisent le montant du disponible et élèvent le prix au comptant. En vendant des contrats à terme ils ont tendance à faire baisser les cours. La conséquence en est une régularisation des prix et des flux de produits physiques.

Les marchés à terme fournissent des cotations à des dates différentes et permettent de contrôler le volume des stocks. L'entrepreneur les diminue ou les augmente selon qu'il existe un déport ou report. En présence d'un report, le marchand achète du physique car le prix au comptant est relativement bas par rapport au prix à terme et il pense qu'il y aura égalité, à l'échéance, entre le prix au comptant et à terme. Dans le cas d'un déport, le marchand réduit ses stocks car le prix au comptant est relativement haut par rapport au prix à terme et il a de bonnes raisons de penser que le déport va se réduire dans les mois à venir. Plus le déport est fort, plus grande est l'incitation à se débarrasser de marchandises pour alimenter un marché où se fait sentir la relative rareté des produits physiques. Plus le report est important, plus grande est l'incitation à acheter des marchandises pour les conserver. En réalisant un profit de stockage, l'entrepreneur allège par la même occasion un marché surchargé. Si le déport et le report sont faibles et qu'aucune raison particulière ne conduit l'entrepreneur à envisager une variation, il ne modifie pas le volume de ses stocks et les opérations de couverture sont peu nombreuses. Ceci explique les variations du volume des opérations de couverture. Les marchés à terme permettent à celui qui détient des stocks excédentaires de se rendre compte de la perte qu'il subit en conservant des marchandises non indispensables à sa production, à une époque où l'offre est réduite. Le marché à terme permet également de déterminer le profit venant d'un accroissement des stocks quand l'offre de produits physiques est trop importante sur le marché au comptant.

En opérant simultanément sur le marché à terme et sur celui du physique, l'organisme de stockage se protège contre une hausse (baisse) des cours qui pourrait se produire avant l'échéance des contrats et le pénaliserait lors de la reconstitution (revente) de ses stocks. En intervenant simultanément sur le marché du physique et celui des contrats, l'opérateur professionnel est tout à fait indifférent à l'évolution du niveau absolu des cours. Il n'est concerné que par l'évolution du report et du déport c'est-à-dire l'évolution du niveau relatif des cours.

2.2 *Les marchés à terme et la flexibilité de gestion des entreprises*

Les marchés à terme peuvent aider les entreprises en améliorant leur politique d'achat et d'approvisionnement ainsi que leur politique de vente. Ils facilitent les décisions commerciales en permettant à l'entreprise d'acheter aujourd'hui, lorsque le prix est bas, les produits dont elle aura besoin dans l'avenir sans avoir à les stocker et en immobilisant seulement le montant du dépôt exigé pour opérer sur des marchés à terme et les éventuels appels de marge. Ces marchés à terme permettent également de vendre des produits, lorsque leur prix est élevé, avant que la production soit effectivement réalisée. Ils procurent en conséquence une plus grande liberté d'action dans la gestion de l'entreprise.

2.3 *Les marchés à terme et le financement des stocks*

L'opérateur qui détient des stocks de produits physiques doit les financer. Le crédit accordé par le banquier est très souvent gagé par la marchandise. Pour que la garantie porte ses fruits, la valeur de cette marchandise ne doit pas varier. Le risque pour le banquier, en cas de baisse du prix de la marchandise, est de ne pas retrouver le montant du prêt lors de la commercialisation des marchandises qui servent de gage. Pour éviter cette éventualité et se garder une marge de sécurité, le banquier limite ses engagements et accorde un financement représentant 40 à 60% de la valeur de la garantie.

Quand la marchandise financée fait l'objet d'une opération de couverture, les risques du banquier disparaissent¹⁶. La surestimation de la valeur de la marchandise servant de gage au prêt est impossible car le prix à terme est public et connu de tous. La baisse du prix n'a pas de conséquence car toute moins-value sur le comptant est compensée par un gain sur le terme. La présence d'un marché à terme réduit enfin les problèmes de l'immobilisation des fonds car le banquier peut toujours négocier des contrats à terme sans subir de moins-value à la condition toutefois que le marché soit liquide. Dans ces conditions, le banquier accorde un prêt pouvant atteindre 90 à 95% de la valeur de la marchandise à un coût plus faible que celui qui aurait été imposé en l'absence d'opération de couverture¹⁷.

16. Il s'agit bien évidemment du risque de prix car les autres risques ne sont pas supprimés.

17. Des informations complémentaires peuvent être obtenues dans différents articles. Nous retiendrons plus spécialement ceux de C.E. Wilcox, «Hedging: a Bank's Perspective» et de B.L. Hausenstein, «Administration of Hedged Loans», articles publiés in *The Banker and Hedging*, Chicago Mercantile Exchange (éd.), pp. 18-34.

2.4 *Les marchés à terme et la lutte contre les positions dominantes*

Les marchés à terme font apparaître des prix publics. Leur présence évite que les transactions privées effectuées entre opérateurs ne conduisent à une domination de l'un des co-contractants. Les prix déterminés sur un marché public peuvent servir de référence aux transactions commerciales. Cette publicité n'implique pas que les prix découlant des transactions privées doivent être identiques aux prix à terme. Beaucoup d'autres facteurs, en particulier d'origine commerciale, sont à prendre en considération et interdisent, en fait, une parfaite identité entre les prix révélés par le marché public et les cours résultant des transactions privées.

2.5 *Les marchés à terme et les anticipations des prix comptants futurs*

Les marchés à terme ont également pour fonction de révéler les prix. Ce que le marché révèle aujourd'hui comme devant apparaître dans l'avenir ne sera sans doute pas vérifié car d'ici l'arrivée du terme d'autres événements se produiront et modifieront les anticipations des opérateurs. Ceci étant, les prix révélés par le marché à terme représentent les estimations de ceux qui interviennent sur le marché sinon les opérateurs qui ne seraient pas d'accord avec ces prix achèteraient ou vendraient des contrats ce qui aurait pour conséquence d'élever ou d'abaisser les cours. Le prix à terme est, à tout instant, la meilleure estimation possible du prix comptant futur.

III — LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS À TERME DE PRODUITS PÉTROLIERS

Plusieurs bourses de commerce sont actives dans le domaine des marchés à terme de produits pétroliers ou souhaitent le devenir.

Les premiers marchés de produits pétroliers furent ouverts le 23 octobre 1974 par le New York Mercantile Exchange (NYMEX). Les contrats portaient sur le fuel domestique (*heating oil # 2*) et le fuel industriel (*industrial oil # 6*). Ces marchés devaient permettre aux opérateurs de se protéger contre les risques de fluctuations qui affectaient l'industrie pétrolière. Les responsables du NYMEX avaient retenu Rotterdam comme port de livraison. Cette localisation, étrange au premier abord, était justifiée par la présence du plus important marché libre de produits pétroliers (et le seul à l'époque). Cette première tentative échoua pour différentes raisons tenant à l'étroitesse des marchés libres d'une part, aux caractéristiques des contrats d'autre part. La livraison d'une cargaison de fuel domestique à Rotterdam n'était guère satisfaisante pour un opérateur américain qui souhaitait livrer, ou prendre livraison, de physique. L'idée ne fut cependant pas abandonnée avec le premier échec. Elle fut reprise par le NYMEX en 1978. Les transactions ont connu, depuis, un

indéniable développement. Fort de ce premier succès, le NYMEX ouvrait en 1981 des marchés sur l'essence et en 1983 un marché de pétrole brut¹⁸.

Une tentative pour négocier des contrats de propane liquide fut initiée par le New York Cotton Exchange dès 1971 mais les transactions sont demeurées symboliques.

Des opérateurs européens ont ouvert des marchés de produits pétroliers en créant à Londres une nouvelle bourse de commerce : l'International Petroleum Exchange (IPE). Cette bourse, rattachée au London Commodity Exchange, fut officiellement créée durant la deuxième quinzaine d'octobre 1980¹⁹. Elle regroupe 35 membres ayant acquis un siège au prix de 40 000 livres sterling. Parmi eux figurent des compagnies pétrolières (British Petroleum, par l'intermédiaire d'une filiale; Ultramar Golden Eagle Ltd., une société pétrolière britannique; Mabanafit G. Schlieman A.G., un important négociant allemand de produits pétroliers) et des firmes de courtage (Bache Halsey Stuart; E.F. Hutton; Merrill Lynch; Shearson).

Le marché du fuel ouvert en avril 1981 fut un succès immédiat. Ceci conduisit les responsables de l'IPE à envisager l'ouverture de nouveaux marchés portant sur l'essence et le fuel lourd. Pour un avenir plus éloigné, les experts recommandaient la création de marchés portant sur des produits pétrochimiques et des distillats légers. Parmi les projets envisagés pour un avenir plus lointain figuraient le naphta, le kérosène, le pétrole brut et la houille, véritable innovation pour cette dernière marchandise dans la mesure où il n'existe pas actuellement de marché à terme sur le charbon.

Jusqu'en 1981, le scepticisme était de rigueur quant aux possibilités de développement des marchés de produits pétroliers. Le succès du NYMEX dans un premier temps, de l'IPE dans un second ont ébranlé l'hostilité et l'indifférence. L'empressement mis par le Chicago Board of Trade (CBT) et le Chicago Mercantile Exchange (CME) à combler leur retard traduisent mieux qu'un long discours le potentiel offert par les marchés à terme de produits pétroliers.

Le CBT fut le premier à réagir²⁰. Ses dirigeants s'intéressaient depuis longtemps aux marchés à terme de produits pétroliers mais cet intérêt ne s'est pas concrétisé avant la fin de l'année 1981 et le dépôt de trois

18. Les informations relatives au NYMEX sont extraites du *Wall Street Journal*, du *Financial Times*, du *Futures World* et de deux publications du NYMEX *Energy in the News* et *Exchange News*.

19. Les informations relatives à l'IPE sont extraites du *Wall Street Journal*, du *Financial Times*, de *Futures World* et de la revue trimestrielle *IPE Report*.

20. Les informations relatives au CBT sont extraites du *Wall Street Journal*, du *Financial Times*, de *Futures World* et de deux publications du CBT *The Trader* et *The Financial Exchange*.

autorisations d'ouverture de nouveaux marchés auprès de la Commodity Futures Trading Commission²¹. Les deux premières portaient sur des produits faisant déjà l'objet de transactions à terme : fuel domestique et essence. La troisième, beaucoup plus originale, concernait l'ouverture d'un marché portant sur le pétrole brut. Cette proposition conduisit le NYMEX à déposer lui aussi, dans les mois qui suivirent, un projet concurrent.

En ouvrant, le 7 décembre 1982, un marché à terme sur l'essence, le CBT pénétrait le domaine réservé du NYMEX et de l'IFE. La bourse de New York détenait en effet depuis 1978 un monopole de fait sur les marchés à terme américains de produits énergétiques. En mars 1983, le CBT ouvrait un marché sur le pétrole brut et en avril 1983 un marché sur le fuel. Les premières tentatives du CBT furent, malheureusement pour lui, un échec. Les trois marchés sont totalement inactifs.

Après avoir résisté avec succès aux initiatives du CBT, le NYMEX est aujourd'hui confronté à la concurrence du CME. En février 1982, cette bourse de Chicago demandait à la CFTC l'autorisation d'ouvrir des transactions sur des contrats d'essence et de fuel. Ces contrats sont pratiquement identiques à ceux du NYMEX. La seule différence concerne le lieu de livraison. Le CME a retenu les ports du Golfe du Mexique alors que les contrats du NYMEX prévoient une livraison à New York. Les transactions sur les deux contrats, ouvertes le 26 mars 1984 ont démarré assez lentement, ce qui traduit bien la difficulté que rencontrera le CME pour se faire une place dans le secteur des produits énergétiques. L'obstacle majeur provient de son entrée tardive dans un secteur largement dominé par le NYMEX. Le CME fonde ses espoirs sur le lieu de livraison : les ports du Golfe du Mexique sont en effet le cœur de l'industrie pétrolière américaine. Ce choix n'est pas toutefois sans inconvénients. Il ne facilite pas, en effet, les livraisons de petites quantités de produits pétroliers. Pour remédier à ce problème, les responsables du CME souhaitent adapter les contrats et mettre en place dans les prochains mois, avec l'accord de la CFTC, une procédure de livraison spécifique pour les petits opérateurs.

Les responsables du CME sont conscients des difficultés qui les attendent et ne prévoient pas une explosion du volume des transactions dans les mois à venir. Ils attendent en fait beaucoup de l'ouverture d'un marché à terme de pétrole brut pour améliorer leur position relative. Leur projet déposé à la CFTC en 1983 prévoyant une livraison dans les

21. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) est l'organisme de contrôle des marchés à terme de marchandises. Elle joue à l'égard des bourses de commerce un rôle sensiblement similaire à celui de la Securities and Exchange Commission vis-à-vis des bourses de valeurs.

ports du Golfe du Mexique n'a pas encore été agréé, mais le CME espère, malgré tout, pouvoir débiter les transactions avant la fin de l'année 1984.

1. *Les marchés à terme de fuel domestique*

Le NYMEX fut la première bourse de commerce à ouvrir des marchés à terme viables portant sur du fuel. Son exemple fut suivi en 1981 par l'IPE, en 1983 par le CBT, en 1984 par le CME.

1.1 *Le NYMEX*

Les transactions ont débuté le 14 novembre 1978. Elles portaient sur un contrat de fuel domestique et un contrat de fuel industriel. Quatre raisons avaient conduit les experts à retenir ces produits :

- Ils sont librement négociés et beaucoup moins soumis à des prix réglementés que le pétrole brut.
- Ils font l'objet de transactions abondantes : le fuel domestique représente à lui seul le tiers du pétrole raffiné dans le monde.
- Ils sont utilisés par des agents économiques nombreux et diversifiés (entreprises, services publics et privés de transport, chauffage domestique, chauffage urbain, industrie chimique, etc.).
- Ils sont faciles à identifier et à standardiser et leur qualité ne varie pas.

Pour éviter certaines erreurs à l'origine de l'échec de 1974, les responsables du NYMEX modifièrent plusieurs caractéristiques des contrats. Ils décidèrent par exemple de retenir le port de New York qui était plus adapté aux besoins des opérateurs américains que celui de Rotterdam.

Les transactions sur le fuel industriel ne se sont pas développées et, seul, le fuel domestique a généré un volume d'activité important. Les premiers mois, les transactions furent réduites. Elles se sont progressivement étoffées. Le volume des échanges est passé d'une moyenne quotidienne de 500 lots au printemps 1980, à environ 2 000 à 3 000 lots pendant l'été pour dépasser à plusieurs reprises 5 000 contrats à l'automne 1980. Le véritable essor date du début de l'année 1981 avec l'accélération des mesures de déréglementation prises par le Président Reagan. Les tableaux 1, 2 et 3 illustrent cet essor. Tout laisse penser qu'il devrait s'amplifier dans les années à venir.

Une preuve de la maturité de ce marché est fournie par le pourcentage de contrats donnant lieu à livraison de physique. Un marché à terme fonctionne d'autant mieux que ce pourcentage est faible. Son évolution est à cet égard encourageante puisque moins de 2% des contrats de produits pétroliers se dénouent aujourd'hui par une livraison physique. Les opérateurs utilisent de plus en plus ce marché comme un instrument

de gestion financière et non pas comme une source d'approvisionnement ou d'écoulement, ce qui est tout à fait satisfaisant.

TABLEAU 1
ÉVOLUTION DU VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ À TERME
DU FUEL DOMESTIQUE LIVRABLE À NEW YORK DU NYMEX

Années	Volume des transactions
1978	116
1979	33 804
1980	238 284
1981	995 506
1982	1 745 526
1983	1 868 322

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Commodity Yearbook, Energy in the News, Exchange News.*

TABLEAU 2
PROGRESSION DU VOLUME MENSUEL DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ
À TERME DU FUEL DOMESTIQUE LIVRABLE À NEW YORK DU NYMEX

Mois	Volume des transactions
Novembre 1978	37
Janvier 1979	365
Juin 1979	1 377
Août 1980	11 564
Septembre 1980	27 430
Octobre 1980	40 525
Novembre 1980	53 098
Décembre 1980	63 366
Juin 1981	76 580
Juillet 1981	86 394
Août 1981	100 102
Octobre 1981	121 455
Janvier 1982	165 709
Mars 1982	176 373
Décembre 1982	183 139
Novembre 1983	200 400
Janvier 1984	254 788

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Commodity Yearbook, Energy in the News, Exchange News.*

Cinq ans après son ouverture, le marché du fuel domestique est devenu l'un des vingt plus importants marchés à terme américains avec un volume de transaction moyen de 8 000 contrats par jour. Ce marché a maintenant prouvé qu'il était un bon instrument de gestion à la disposition des raffineurs, des distributeurs et des utilisateurs de fuel domestique en leur permettant de se protéger contre le risque de prix. Il est d'autant plus satisfaisant que les cours à terme épousent parfaitement l'évolution de ceux du marché physique de New York. Ce marché a également prouvé qu'il pouvait offrir des opportunités d'investissement du fait de la volatilité des prix.

Devant ce succès, les responsables du NYMEX ont cherché à diversifier ce premier marché et à élargir la gamme des produits pétroliers négociés à terme.

TABLEAU 3
PROGRESSION DE LA POSITION DE PLACE SUR LE MARCHÉ À TERME DU FUEL
DOMESTIQUE LIVRABLE À NEW YORK DU NYMEX*

Date	Volume de la position de place
30 Novembre 1978	12
31 Janvier 1979	327
31 Juillet 1979	1 165
30 Novembre 1979	2 221
31 Juillet 1980	3 286
31 Août 1980	5 889
30 Septembre 1980	8 365
31 Octobre 1980	11 884
30 Novembre 1980	13 519
28 Avril 1981	15 567
31 Mai 1981	17 919
5 Juin 1981	18 547
31 Juillet 1981	19 220
31 Août 1981	28 102
2 Septembre 1981	35 644
29 Septembre 1981	37 114
15 Novembre 1983	41 171

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Commodity Yearbook, Energy in the News, Exchange News.*

* La position de place est le nombre de contrats qui n'ont pas encore été compensés. Elle est un indicateur de la liquidité du marché et de la participation des professionnels de l'industrie pétrolière.

Le 4 août 1981, la CFTC autorisait le NYMEX à ouvrir un marché à terme portant sur le fuel livrable dans les ports du Golfe du Mexique. Ce nouveau contrat reprend les principales caractéristiques du contrat ouvert le 14 novembre 1978. Il n'en diffère que par le lieu de livraison retenu : les ports du Golfe du Mexique et non pas New York. À cette différence près, les autres caractéristiques sont identiques.

L'ouverture de ce nouveau marché était motivée par la volonté de tirer profit de la présence d'une importante industrie pétrolière localisée dans les ports du Golfe du Mexique et d'attirer, de ce fait, des opérateurs potentiels localisés au sud des États-Unis. L'objectif était de permettre à ces opérateurs de se couvrir sur un contrat spécifique car il leur était difficile d'opérer sur le contrat du fuel domestique prévoyant une livraison à New York vu l'instabilité du *spread* entre les prix du physique à New York et dans les ports du Golfe du Mexique.

Les transactions sur ce contrat ont débuté le 17 août 1981. Le volume des échanges est demeuré très faible. Ce marché n'a jamais réussi à se développer. Il est désormais totalement inactif.

Les raisons de cet échec sont nombreuses. Elles tiennent en premier lieu aux modalités d'exécution des contrats en cas de livraison physique qui ne donnaient pas satisfaction aux grands opérateurs professionnels.

La deuxième raison tient à l'inutilité du marché. Ce nouveau contrat devait permettre aux professionnels travaillant à partir des ports du Golfe de se couvrir sur un marché spécifique. En fait, ces opérateurs (tout au moins ceux d'entre eux qui intervenaient sur le marché à terme) ont continué à opérer sur le contrat prévoyant une livraison à New York car la liquidité y était beaucoup plus grande et ils ont préféré prendre le risque de *spread* (et le gérer) plutôt que le risque de liquidité.

La troisième raison, complémentaire de la précédente, est rattachée au comportement des *locals*. Comme c'est très souvent le cas lors du lancement de nouveaux contrats, ces opérateurs ont préféré continuer leurs interventions sur un marché parfaitement liquide (celui prévoyant une livraison à New York) plutôt que d'investir du temps et de l'argent dans le lancement d'un nouveau contrat. Or la participation active des *locals* est une condition primordiale du succès d'un nouveau marché. Lors de la phase de lancement et en attendant d'être relayés par la spéculation, ils doivent assurer la liquidité du marché pour permettre aux professionnels de réaliser leurs couvertures. En l'absence de *locals*, la liquidité ne se développe pas, les professionnels ne peuvent se couvrir et le marché déperit, avant d'avoir eu le temps de se développer.

1.2 L'IPE

Les transactions sur le fuel domestique (gazole) ont débuté le 6 avril 1981. Elles concernent des contrats libellés en dollars américains portant sur 100 tonnes métriques livrables à Amsterdam, Rotterdam et Anvers²². Les transactions portent sur neuf échéances. Elles se déroulent de 9h30 à 12h30 et de 14h45 à 17h20 avec quatre cotes : 9h30-9h40 ; 12h20-12h30 ; 14h45-14h55 ; 17h10-17h20.

Jusqu'en novembre 1982, le marché s'est très correctement développé (tableau 4). Ces performances furent d'autant plus satisfaisantes que l'ouverture s'est faite dans un climat de baisse des prix vu l'excédent du marché mondial des produits pétroliers. Or, il est bien connu que les marchés à terme se développent plus facilement en période de hausse des cours et de crainte de pénurie. En 1983 et 1984 les transactions se sont stabilisées au niveau de 1982 du fait de la relative stabilité des prix des produits pétroliers.

TABLEAU 4
ÉVOLUTION DU VOLUME DES TRANSACTIONS
SUR LE MARCHÉ À TERME DU GAZOLE
DE L'IPE

Années	Volume des transactions
1981	149 722
1982	623 308
1983	608 529

UNITÉ : Nombre de contrats.

SOURCE : IPE Report.

2. Les marchés à terme de l'essence

Le NYMEX a reçu l'autorisation d'ouvrir quatre marchés à terme portant sur l'essence. Les deux premiers contrats portaient sur 42 000 gallons d'essence avec plomb et sans plomb, livrables à New York. Les deux autres, identiques aux précédents quant aux caractéristiques des contrats, prévoyaient une livraison dans les ports du Golfe du Mexique.

Le marché de l'essence avec plomb livrable à New York ouvert le 5 octobre 1981 a parfaitement répondu aux espoirs placés en lui (tableaux 5, 6 et 7).

22. Ce volume est l'unité de transaction commerciale utilisée sur le marché libre de Rotterdam. Il correspond à 31 000 gallons.

TABLEAU 5
ÉVOLUTION DU VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ À TERME
DE L'ESSENCE AVEC PLOMB LIVRABLE À NEW YORK DU NYMEX

Années	Volume des transactions
1981	7 300
1982	104 082
1983	406 843

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCE: *Exchange News, Energy in the News*.

Les transactions sur le contrat d'essence avec plomb livrable dans les ports du Golfe du Mexique ont débuté le 14 décembre 1981. Ce projet agréé par la CFTC le 27 octobre 1981 présente des caractéristiques identiques à celles des autres contrats de produits pétroliers. Les transactions furent très faibles et ce marché, comme celui portant sur le fuel domestique livrable dans les ports du Golfe, n'a pas obtenu le succès espéré par les responsables du NYMEX. De ce fait l'ouverture des transactions sur le contrat d'essence sans plomb livrable dans les ports du Golfe du Mexique, agréé par la CFTC le 27 octobre 1981, a été, elle aussi, reportée à une date ultérieure par les responsables du NYMEX.

3. Les marchés à terme du pétrole brut

Beaucoup de personnes à Chicago, et ailleurs, avaient envisagé d'ouvrir un marché du pétrole brut, mais l'idée avait été abandonnée car trois raisons la rendaient a priori irréaliste :

- Le négoce du pétrole brut se fait par très grandes quantités: 25 000 tonnes ne sont pas exceptionnelles. Ceci implique un risque de distorsion du prix à terme si un opérateur souhaite couvrir des quantités aussi importantes. Cette difficulté est en fait inhérente à tout nouveau marché à terme. Pendant plusieurs mois, tant que le marché ne s'est pas développé, il ne peut être utilisé pour couvrir des risques portant sur des quantités très importantes. La difficulté est accentuée avec le pétrole brut, mais, par rapport aux autres marchés à terme, il s'agit d'une différence de degré et non pas de nature.
- Les opérateurs sur le marché du pétrole brut physique sont peu nombreux et ce n'est pas là une condition favorable au développement du marché à terme.

— Enfin, et surtout, le pétrole brut n'est pas un produit homogène. Il existe de nombreuses qualités, très différentes les unes des autres, ce qui risque d'entraîner des difficultés insurmontables au niveau du fonctionnement du marché.

TABLEAU 6
PROGRESSION DU VOLUME MENSUEL DES TRANSACTIONS
SUR LE MARCHÉ À TERME DE L'ESSENCE AVEC PLOMB
LIVRABLE À NEW YORK DU NYMEX

Date	Volume
Octobre 1981	2 363
Décembre 1981	3 553
Janvier 1982	4 206
Avril 1982	5 243
Mai 1982	13 153
Juin 1982	15 040
Décembre 1982	17 955
Janvier 1983	22 960
Mars 1983	35 956
Novembre 1983	47 380
Décembre 1983	57 007

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Energy in the News*, *Exchange News*.

TABLEAU 7
PROGRESSION DE LA POSITION DE PLACE SUR LE MARCHÉ À TERME
DE L'ESSENCE AVEC PLOMB LIVRABLE À NEW YORK DU NYMEX

Date	Position de place
15 octobre 1981	665
10 décembre 1981	1 148
11 juin 1982	2 874
30 novembre 1982	3 872
31 décembre 1982	4 732
31 janvier 1983	6 826
17 février 1983	8 305
29 mars 1983	10 999
3 avril 1983	11 450
31 décembre 1983	19 335
31 janvier 1984	20 248

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Energy in the News*, *Exchange News*.

Après avoir travaillé plusieurs années pour essayer de remédier à certains de ces problèmes, les responsables du CBT se sont finalement décidés à lancer un contrat de pétrole brut. Les milieux professionnels étaient malgré tout sceptiques quant à la réussite de ce marché.

Cette intervention de la grande bourse de Chicago aurait pu donner quelques cauchemars aux gens du NYMEX. Malgré ses quatre années d'avance la bourse de New York n'avait pas encore établi une supériorité définitive. Les responsables du NYMEX ont relevé le gant puisqu'ils ont demandé, à la mi-mars 1982, l'autorisation d'ouvrir deux marchés à terme portant sur deux qualités différentes de brut, le premier un brut léger « *light sweet crude oil with 35-40 degree gravity and sulphur under C,5* », le second un brut lourd « *heavy sour crude oil with 25-35 degree gravity and sulphur 1-2%* ». Ces contrats de 42 000 gallons sont susceptibles d'être négociés pour des échéances allant jusqu'à 18 mois.

Le 30 mars 1983, le lendemain de l'autorisation donnée par la CFTC, le CBT et le NYMEX ouvraient l'un et l'autre un marché à terme de pétrole brut (il s'agissait pour le NYMEX du contrat portant sur le brut léger). Très similaires, les deux contrats différaient cependant par les procédures et le lieu de livraison.

Les premières semaines n'ont pas été particulièrement brillantes. Le marché du CBT, dont les premiers résultats étaient supérieurs à ceux du NYMEX, s'est rapidement fait distancer. La plus grande simplicité des mécanismes de livraison du contrat du NYMEX, la localisation de cette livraison à Cushing dans l'Oklahoma, (principal noeud de pipe-lines américains) et la participation très importante des professionnels pétroliers ont permis au NYMEX de confirmer six mois après l'ouverture des marchés son leadership et sa position de principale bourse mondiale pour les produits pétroliers. Après un démarrage assez lent, le marché du pétrole brut a littéralement explosé comme le révèlent les tableaux 8 et 9. Pour les neuf premiers mois de transaction, 323 153 contrats furent négociés.

Malgré son échec le CBT demeure convaincu qu'une version renouée de son contrat portant sur le pétrole brut lui offrira la possibilité de concurrencer le NYMEX. C'est la raison pour laquelle il a soumis à la CFTC un nouveau contrat. Les chances de cette relance sont cependant réduites tant il est difficile pour une bourse de commerce d'effacer un échec et d'ouvrir un marché sur un produit déjà négocié à terme avec succès sur une autre place financière. Par ailleurs, l'abandon par le CBT des contrats portant sur l'essence et le fuel ne constitue pas un facteur favorable au développement du marché du brut.

L'IPE a ouvert à Londres un marché de brut en novembre 1983. Ce marché a échoué et les responsables de l'IPE ont décidé de le fermer en

juillet 1984. Tirant les leçons de cette première expérience, ils vont s'efforcer de relancer le marché. Le nouveau contrat reposerait toujours sur la qualité Brent mais, différence avec le marché ouvert en 1983, ce brut serait livrable à Sullom Voe, le principal noeud de pipe-line nord européen situé dans les Shetland. Il est également envisagé de permettre un règlement sous forme de liquidité (*cash settlement*) pour les petits opérateurs qui ne voudraient livrer ou prendre livraison que de quelques lots.

L'échec du marché ouvert en novembre 1983 est pour une large part la conséquence de la complexité du mécanisme de livraison qui avait rebuté les opérateurs traditionnels du marché de Rotterdam et de la difficulté de livrer ou de prendre livraison de petites quantités. Il s'explique également par le fait que les opérateurs sur le marché spot n'étaient nullement intéressés à recevoir ou à livrer d'autres produits que le Brent, comme le prévoyait le contrat à terme.

TABLEAU 8
CROISSANCE DU VOLUME MENSUEL DES TRANSACTIONS SUR
LE MARCHÉ À TERME DU PÉTROLE BRUT DU NYMEX

Date	Volume
Mars 1983	3 362
Avril 1983	13 924
Juillet 1983	18 556
Novembre 1983	67 191
Décembre 1983	97 733
Janvier 1984	108 743

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Wall Street Journal*, *Energy in the News*.

TABLEAU 9
PROGRESSION DE LA POSITION DE PLACE SUR LE MARCHÉ
À TERME DU PÉTROLE BRUT DU NYMEX

Date	Montant de la position de place
28 juillet 1983	5 426
29 août 1983	6 444
30 novembre 1983	19 983
31 décembre 1983	21 921
31 janvier 1984	23 168

UNITÉ: Nombre de contrats.

SOURCES: *Wall Street Journal*.

Pour éviter le renouvellement de telles difficultés, les caractéristiques du nouveau contrat seront fixées de manière à mieux intégrer le marché à terme au marché spot. Aucune date n'a été, pour l'instant, retenue pour l'ouverture de ce nouveau marché.

4. *Le marché à terme de gaz*

La première tentative pour négocier une matière première énergétique n'est pas à mettre à l'actif du NYMEX mais du New York Cotton Exchange (NYCE). C'est en 1971, en effet, que cette bourse décidait de négocier un contrat de 100 000 gallons de propane liquide. Ce marché ne s'est jamais développé et en octobre-novembre 1981, les transactions ne dépassaient pas 10 contrats par semaine²³.

Devant cet échec, les responsables du NYCE ont décidé de changer certaines caractéristiques du contrat. Des modifications relatives à la taille, aux mois de cotation et aux points de livraison ont été apportées aux dispositions initiales dans le souci de les adapter à l'évolution de la commercialisation du produit physique. Le volume du contrat a été réduit, passant de 100 000 à 42 000 gallons. Un second point de livraison, situé dans le Kansas, a été adjoint au centre agréé initialement dans le Texas. Enfin, tous les mois de l'année sont cotés contre six précédemment.

Les transactions sur ce nouveau contrat ont débuté le 17 décembre 1981. Les échanges sont réduits mais ils ont tendance à s'accroître. Il en est de même pour la position de place.

Le NYMEX a demandé l'autorisation d'ouvrir un nouveau marché portant sur le gaz naturel. Le prix du gaz américain est soumis à la réglementation 1978 qui impose des cours plafonds. Cette politique, mise en place dans une période de pénurie, n'est plus du tout adaptée à la situation de l'industrie gazière caractérisée par une surproduction. La pratique des contrats de livraison à long terme est progressivement supplantée par le développement d'un marché libre caractérisé par des contrats de livraison à court terme. La politique de déréglementation qui devrait être mise en place le 1er janvier 1985 concernerait 60% de la consommation de gaz américain et pourrait accroître la volatilité des prix. Ceci explique l'intérêt d'un marché à terme et l'attrait qu'il pourrait présenter pour les professionnels et les spéculateurs.

L'ouverture du marché sera cependant conditionnée par la mise en oeuvre effective de la politique de déréglementation. Les responsables du NYMEX pensent que le succès de ce marché devrait se comparer à celui du pétrole brut.

23. Les informations relatives au marché à terme du propane liquide sont extraites de *Propane Futures News*.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Les services susceptibles d'être rendus par un marché à terme de marchandise sont au nombre de cinq :

1. se protéger contre le risque de prix et garantir les marges de profit des industriels, transformateurs et négociants ;
2. aider au financement des stocks en en réduisant le coût et en augmentant le montant des prêts ;
3. aider à la régulation des stocks ;
4. faciliter la gestion des approvisionnements et l'écoulement de la production ;
5. permettre une politique dynamique en autorisant les commerçants à prendre des commandes sans spéculer et à fixer des prix plusieurs semaines ou plusieurs mois à l'avance.

Les marchés à terme de produits pétroliers sont-ils en mesure d'offrir aujourd'hui tous les services qui viennent d'être énumérés ?

La réponse est positive, mais elle doit être nuancée. Il existe des marchés sur le fuel, l'essence et le brut mais la liquidité n'est peut-être pas encore suffisante pour permettre aux grands opérateurs d'intervenir avec la facilité requise. Pour le fuel industriel et les autres produits raffinés, il n'existe pas actuellement de marchés à terme mais les professionnels peuvent effectuer des opérations de couverture croisée en intervenant sur le marché du fuel.

Le développement contrasté des marchés à terme de produits pétroliers souligne l'importance de la plus ou moins grande implication des milieux professionnels.

Les échecs du CBT sur ses trois marchés et de l'IPE sur le brut sont en grande partie dus à l'absence de professionnels. Le succès du NYMEX s'explique au contraire par leur participation : 75% des transactions effectuées sur le marché du pétrole brut et 50% de celles effectuées sur les marchés de fuel et de l'essence sont le fait de négociants, raffineurs, petits producteurs indépendants et utilisateurs de produits raffinés.

La participation des professionnels n'est pas celle des *majors* et des autres grandes sociétés. Les unes et les autres sont sceptiques quant au succès de ces marchés et quant aux bénéfices qui pourraient en être retirés. La présence de spéculateurs leur semble être un facteur de déstabilisation d'autant plus important qu'ils ignorent la réalité de l'économie pétrolière. Elles estiment par ailleurs que la taille actuelle des marchés à terme est insuffisante pour répondre à leurs éventuels besoins. Un super tanker représente environ 2 millions de barils ce qui correspond à 2 000 lots. Il est évidemment difficile d'acheter ou de vendre une telle quantité sans influencer les cours vu l'actuelle liquidité des marchés à terme de

produits pétroliers. Il faut noter enfin que leur taille et leur intégration permettent aux sociétés pétrolières, pour l'instant du moins, d'assumer elles-mêmes les risques de prix sur les produits pétroliers. En sera-t-il toujours ainsi? Les marchés à terme sont de taille réduite, c'est vrai, mais peut-on leur reprocher d'être trop étroits alors qu'ils ont débuté en 1978 pour le fuel, 1981 pour l'essence et 1983 pour le brut? Malgré la profonde hostilité qu'elles manifestent à l'égard des bourses de commerce, certaines grandes sociétés pétrolières sont déjà intervenues sur les marchés à terme afin de les tester et l'une d'entre elles au moins intervient de façon relativement systématique.

Quelle est l'influence réelle des marchés à terme sur la fixation des prix du pétrole brut? Pour les tendances à long terme, elle est beaucoup moins importante que celle exercée par l'OPEP ou par une société comme EXXON. Mais à court terme elle est loin d'être négligeable pour le marché spot qui représente aujourd'hui 25% de l'ensemble du marché américain. Le NYMEX affecte le marché en offrant, en permanence, et ce pour la première fois dans l'histoire de l'économie pétrolière, une information sur les derniers cours cotés, information qui peut être obtenue instantanément et partout dans le monde. Tout opérateur sur le marché spot du pétrole brut ajuste désormais ses prix en fonction des cours du marché à terme et il n'est pas rare que les transactions sur le marché spot soient très faibles voire inexistantes lorsque le NYMEX est fermé. Ce phénomène, fréquemment observé par les produits raffinés, prouve mieux qu'un long discours, l'influence des marchés à terme.

L'essor des marchés à terme de produits pétroliers dont la création remonte à 1978 et les balbutiements à 1971 et 1974 constitue l'événement le plus important de l'économie pétrolière depuis le quadruplement du prix de l'or noir en 1973-1974. Cette innovation qui devrait fortement modifier l'industrie pétrolière dans les années à venir est négligée par de trop nombreux commentateurs. Il est vrai que ces marchés n'ont actuellement qu'un rôle résiduel, mais il semble évident à l'observateur scrupuleux et attentif qu'il ne saurait en être de même dans un proche avenir. Il n'est pas absurde d'imaginer en effet que le prix de certains produits raffinés comme ceux du fuel domestique et de l'essence soient un jour fixés par référence aux prix des marchés à terme de New York et Londres de la même manière que ceux du blé et du soja sont aujourd'hui déterminés par les prix à terme de Chicago.