

II. CARACTERISTIQUES DES MARCHES A TERME

Le marché à terme définit un prix d'échange pour un produit donné et pour une date future. Ce prix formé par la libre confrontation de l'offre et la demande, sert de signal pour de nombreuses décisions économiques telles que la mise en production, le stockage ou la transformation.

A. Objectifs d'un marché à terme

La mise en place d'un marché à terme répond généralement à deux objectifs :

1° Rassembler en un seul lieu les acheteurs et les vendeurs afin d'organiser la confrontation de l'offre et la demande (unicité des prix à un instant donné, standardisation des contrats) ;

2° Etablir et faire respecter les règles qui assurent que la négociation prend place dans un environnement ouvert et compétitif. Tout agent est capable de prendre une position sur le marché, qu'il soit acheteur ou vendeur. La négociation porte sur des échanges futurs de produits dont le prix fluctue sur le temps.

Le marché à terme est une réponse aux problèmes de transparence et de défaillance rencontrés sur les marchés de livraison différée. **Par opposition aux opérations de livraison différée, les caractéristiques des contrats à terme sont standardisées** : qualité de la marchandise livrable, quantité ou unité de négociation, échéances et conditions de livraison fixées par avance, seul le prix est discuté par les opérateurs.

Cette standardisation aboutit à la fongibilité des contrats (possibilité pour un opérateur de dénouer sa position avec une contrepartie différente de sa contrepartie initiale, en passant une opération inverse à la position détenue) et améliore le fonctionnement des marchés.

L'objectif prioritaire pour le marché à terme est d'assurer une sécurité maximum des opérations. Cette sécurité s'appuie sur l'existence d'une chambre de compensation, contrepartie unique de l'ensemble des acheteurs et des vendeurs, dans le cadre d'une négociation qui rompt avec les transactions bilatérales en vigueur (constitution obligatoire d'un dépôt de garantie, procédure des appels de marge quotidiens) a renforcé la sécurité des marchés à terme.

Comparaison des contrats à terme et des contrats à livraison différée

	MARCHES DE LIVRAISON DIFFEREE (forward markets)	MARCHES A TERME (future markets)
Termes du contrat	Fixés librement par les contractants, marché de gré à gré	Standardisés, marché public, centralisé, organisé
Systèmes de négociation	Par téléphone	Système électronique
Risque de contrepartie	Pris en charge par les contractants	Pris en charge par la chambre de compensation
Transfert du contrat	Difficile	Facile (fongibilité et liquidité des contrats)
Cours	Opacité	Transparence

B. Fonctions d'un marché à terme

Le marché à terme a trois fonctions (sécurité, transparence, anticipation) :

- *Le transfert de risque* : le marché à terme permet la couverture des risques de prix existant sur le marché au comptant. La couverture consiste à prendre une position inverse et équivalente à celle du marché au comptant. La justification économique de ce transfert de risque apparaît dans l'évolution des cours au comptant et des cours à terme (principe de la base).

- *La découverte du prix unique* : le marché à terme est un marché centralisé permettant la confrontation générale de l'offre et de la demande (prix unique à un instant donné). Ce prix synthétise l'ensemble des intérêts des opérateurs (acheteurs et vendeurs), il reflète un consensus des opérateurs sur la valeur future du produit => **Prix de référence**. Le marché à terme donne accès à des cotations sur une gamme d'échéances (8 pour le blé, 6 pour le colza) qui couvrent 18 mois, soit deux campagnes de production.

- *C'est un marché de dernier recours* tant pour les acheteurs que pour les vendeurs. Ainsi un acheteur de produits physiques ne trouvant pas de produits pour satisfaire ses besoins, peut acheter un contrat à terme pour en prendre livraison à l'échéance. La réciproque est vraie pour un vendeur de produits physiques.

C. Conditions d'existence d'un marché à terme

L'existence d'un marché à terme est généralement conditionné par 5 facteurs :

- la volatilité des prix ;
- la taille du marché ;
- le besoin de couverture par tous les opérateurs d'une filière (producteur jusqu'au négociant) ;
- la réunion d'une communauté de courtiers à même d'exécuter les ordres de clients finaux (Bourse) ;
- la maturité du marché (seul moyen de lancer de nouveaux contrats). Le lancement d'un contrat est généralement négocié entre la société de Bourse (NYSE - EURONEXT LIFFE et les différents acteurs du marché ou de la filière)

D. Organisation d'un marché à terme

L'organisation et le fonctionnement du marché à terme peuvent être décrits à partir des quatre éléments suivants : la place de transaction, l'objet de la transaction (un produit, un contrat), les opérateurs et le système d'échange.

1. La place de transaction

C'est une Bourse, constituée d'un nombre limité de membres qui ont acheté leur droit à faire des transactions. La Bourse est gérée par une entreprise de marché, MATIF SA (1986), ParisBourse SA (1998), EURONEXT (2000) et NYSE EURONEXT SA (2007).

Le 22 septembre 2000, les bourses nationales de Paris (ParisBourse SA), Bruxelles (BXS) et Amsterdam (AEX) ont fusionné pour créer la première bourse paneuropéenne. La Société Euronext NV, holding du groupe, est une société anonyme de droit néerlandais, dirigée par un conseil de surveillance et un directoire. Son siège est à Amsterdam. La Bourse de Paris représente 60% du nouvel ensemble, Amsterdam (32%) et Bruxelles (8%).

En 2007, Euronext s'est rapproché de NYSE (New York Stock Exchange) pour former la plus grande bourse internationale, Cette nouvelle entité s'appelle NYSE - EURONEXT..

Pour assurer ses nombreuses missions, Euronext a le rôle d'une maison mère dirigeant un ensemble de filiales spécialisées dans les différents métiers boursiers.

→ *Eurolist* est un marché réglementé. Ouvert le 21 février 2005, il est issu de la fusion des anciens *Premier*, *Second* et *Nouveau* marchés. Les sociétés y sont classées par ordre alphabétique avec un critère de capitalisation boursière. A pour les sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros, B pour les sociétés dont la capitalisation est comprise entre 1 milliard d'euros et 150 millions d'euros et C pour les sociétés dont la capitalisation est inférieure à 150 millions d'euros. Eurolist regroupe ainsi environ 700 sociétés cotées.

→ *Alternext* est un marché non réglementé, c'est-à-dire un marché où les valeurs ne font pas l'objet d'une procédure d'admission et où les sociétés cotées (principalement des PME et des PMI) ne sont pas soumises à des obligations de diffusion d'informations. Les opérations d'échange, de retrait ou de rachat des titres inscrits sur un marché non réglementé sont réalisées hors intervention et contrôle des autorités de marché.

→ Le *marché libre* est un marché non réglementé mais organisé d'*Euronext*. Contrairement à *Eurolist*, les sociétés présentes sur le Marché libre (principalement des petites entreprises) n'ont aucune obligation d'information légale spécifique. Le Marché libre n'offre, par conséquent, pas le même niveau de liquidité, d'information et de sécurité qu'*Eurolist*.

→ *Euronext.liffe* regroupe les marchés dérivés (marchés réglementés sur lesquels se modifient des contrats à terme et d'options, réservés à des spécialistes) d'Amsterdam, de Paris, de Londres, de Bruxelles et de Lisbonne. *Euronext.liffe* regroupe le MONEP (marché réglementé français de produits dérivés spécialisé dans les contrats à terme et les options sur actions ou sur indices, 1987) et le MATIF (marché réglementé français de produits dérivés spécialisé dans les contrats à terme et options sur les taux d'intérêt et les marchandises, 1986). Ces marchés sont dits dérivés de ceux des obligations et actions en ce sens qu'ils commercialisent des titres définis par rapport au risque.

La Bourse ne réalise pas de transactions sur le marché, elle fournit les installations et définit les règles de fonctionnement des marchés à terme :

- *Mettre à disposition un local pour réaliser des transactions*
- *Etablir les règles de transaction et les pratiques commerciales*
- *Contrôler l'application des règles et des pratiques*
- *Rédiger les contrats à terme*
- *Régler les litiges et garantir les échanges*
- *Collecter et diffuser l'information auprès des opérateurs (l'information concerne les prix, le volume du marché et la taille du marché (nombre de contrats détenus par les opérateurs, engagements à vendre ou à acheter))*

2. Les produits et les contrats à terme

L'essor des marchés à terme est étroitement lié à l'évolution des produits traités sur le marché. On distingue généralement deux types de produits : les marchandises stockables et les marchandises non stockables.

- Les marchandises stockables : le MAT permet une gestion rationnelle des stocks. Selon les différents signaux du marché, la consommation d'un stock disponible est modulée sur le temps.
- Les marchandises non stockables : il ne s'agit plus ici de former des prix sur le temps pour gérer un stock mais de prendre des décisions de production, d'échange, d'utilisation ou de substitution des produits. Les opérateurs peuvent ainsi gérer leur activité et maîtriser le rendement qui lui est associé en achetant et en vendant à terme (Marché de Chicago pour les contrats « animaux sur pieds »).

Sur un marché, les transactions ne porte pas sur un produit mais sur un contrat. *Le contrat à terme* est un document rédigé par un comité technique qui décrit les conditions standardisées de l'échange de produit. Les spécifications essentielles d'un tel contrat concernent : la nature du produit et sa qualité, la quantité, les mois de cotation, les modalités de livraison et de paiement, enfin les procédures légales en cas de litige.

La mise en place des contrats repose sur une étude de faisabilité réalisée par Euronext.liffe auprès des différents acteurs de la filière. Des contrats à terme et à option existent pour 7 types de produits : blé meunier (1996), blé fourrager (1998), maïs, colza (1994), sucre blanc, sucre roux et tournesol (2002).

A cette gamme de produits, a été adossée d'autres contrats : les contrats d'option et les contrats d'huile.

-Le contrat d'options adossé au contrat graines de colza a été mis en place le 27 mai 1999. Les volumes échanges sont cependant très faibles (moins de 10 000 contrats).

- Le contrat tourteau de colza a été lancé le 29 octobre 1999. Malgré son intérêt manifesté par la filière (Nord de l'Europe), ce contrat ne fonctionne pas bien.

-Le contrat huile de Tournesol, ouvert en mars 2000, connaît les mêmes revers que son prédécesseur.

le contrat à terme blé meunier n°2

Le contrat à terme blé de meunerie n° 2 repose sur des spécifications précises : poids spécifique (76 kg/hl); humidité (15 %); grains brisés (4 %); grains germés (2 %) et impuretés (2 %).

Il s'agit d'un contrat de 50 tonnes, côté à Euronext.

- Bourse Euronext : pré-ouverture (10 h 30 – 10 h 45),
ouverture (10 h 45 – 18 h 30)
- Huit échéances : juillet, septembre, novembre, janvier, mars, mai
- Clôture d'une échéance : le 10 du mois d'échéance.
- Cotation : échelon minimum de cotation : 0.25€ par tonne métrique
- Ouverture de compte :
<http://www.liffe-commodities.com>

Contrat de Tournesol

Nominal : 50 t métriques

- Cotation : €/tonne métrique

- Sous-jacent graines de tournesol toutes origines de qualité SLM

- Teneur en huile 44 %
- Humidité 9 %
- Impuretés 2 %
- Acidité oléique 2 %

- Ports de livraison : La Pallice, Gand sur l'Escaut

- Echéances : 6 échéances successives cotées en permanence parmi février, avril, juin, août, octobre et décembre.

Les conditions de livraisons : FOB maritime pour la Pallice et FOB fluvial pour Gand, sont régies respectivement par :

- la formule Incograin n° 13 du Syndicat de Paris
- et le contrat n° 7 de la Chambre arbitrale d'Anvers

Le contrat à terme est un **engagement entre un acheteur et un vendeur**. En passant un contrat à terme, le vendeur s'engage à livrer un produit sur une échéance donnée, et inversement, l'acheteur s'engage à en prendre livraison et à le payer au prix négocié.

En fait, peu de contrats se dénouent par livraison physique du produit négocié. Deux raisons peuvent être évoquées : les conditions pratiques d'échange ne conviennent pas réellement aux professionnels ; les spéculateurs n'ont pas d'intérêt à recevoir des produits physiques ou à en livrer.

La méthode la plus utilisée pour dénouer sa position de vendeur ou d'acheteur sur le marché à terme consiste à prendre une position inverse en nombre de contrats sur une même échéance.

La standardisation du contrat à terme et la méthode de négociation sur un marché ouvert à tous permet une forte liquidité des transactions (c'est à dire l'opportunité à chaque instant d'entrer ou de sortir du marché avec de faibles coûts de transaction).

La possibilité de dénouer une position sur le marché à terme par une prise de position inverse, et surtout la facilité de ces opérations d'entrée et de sortie du marché, constitue l'intérêt spécifique du marché à terme

3. Le système de transaction

Pour un prix côté de marché, certaines personnes souhaitent acheter le produit et d'autres le vendre. Les ordres d'achat et de vente sont confrontés électroniquement et publiquement par les opérateurs. Le prix évolue en fonction des ordres transmis. Si les ordres d'achat sont plus nombreux que les ordres de vente, le prix monte. Cette hausse de prix stimule les vendeurs et décourage les acheteurs, le prix reprend ainsi une position d'équilibre.

→ *Les opérateurs* : La diversité des participants est l'un des facteurs de compétitivité du marché à terme. Il est d'usage de différencier les opérateurs à terme qui ont une position sur le marché physique, appelés professionnels (hedgers), de ceux qui n'y ont pas d'intérêt, les spéculateurs. Il importe également de distinguer les opérateurs internes autorisés à réaliser directement des transactions des opérateurs extérieurs.

- Les opérateurs internes travaillent soit pour leur propre compte, ce sont des spéculateurs professionnels, soit pour le compte d'opérateurs extérieurs, ce sont des courtiers. Ces derniers constituent le groupe le plus important. Leur travail consiste à passer des ordres d'achat ou de vente pour les hedgers ou les spéculateurs. Certains ne travaillent que pour une entreprise (maison de négoce ou banque), d'autres travaillent pour plusieurs clients (firmes de courtage). Les courtiers disposent de deux sources de revenus : les frais de courtage provenant des opérateurs extérieurs pour chaque opération réalisée, les opérations réalisées pour leur propre compte.

- Les spéculateurs professionnels prennent des positions uniquement pour leur compte. En tant que membre de la bourse, ils paient des droits de transaction plus faibles que ceux payés par les opérateurs extérieurs. On classe ces spéculateurs en trois catégories : *les scalpers days* conservent une position d'achat ou de vente durant quelques minutes ou secondes, (la taille des positions est très faible mais le nombre d'opérations passées est très important), *les days traders* cherchent à anticiper la fluctuation générale des prix durant une séance (ils prennent des positions différentes durant une séance mais annulent leur position nette avant la clôture des transactions, qu'ils soient gagnants ou perdants), les *day to day* détiennent de larges positions sur plusieurs jours (grâce à une assise financière solide, ces spéculateurs peuvent absorber les fluctuations défavorables à court terme et tenir une position jusqu'au terme du contrat). Ces trois groupes de spéculateurs professionnels apportent de la liquidité au marché. Les offres d'achat ou de vente des opérateurs extérieurs trouvent à chaque instant des contreparties, pratiquement sans concession de prix.

- *Les opérateurs extérieurs* participent au marché par l'intermédiaire des courtiers. Ils sont à l'origine de la majorité des ordres d'achat et de vente. Les petits spéculateurs constituent le groupe le plus important en nombre. Ils interviennent sur le marché par l'intermédiaire de firmes de courtage. Celles-ci jouent un rôle important tant dans la recherche de nouveaux spéculateurs que dans la diffusion de l'information. Les hedgers représentent un groupe moins nombreux que celui des spéculateurs, mais leurs positions en volume sont plus grandes en moyenne. Les participants extérieurs passent des ordres auprès de leurs courtiers. Quatre types d'ordres sont couramment utilisés.

L'ordre “ *prix de marché* ” demande au courtier d'acheter ou de vendre immédiatement au meilleur cours possible.

L'ordre “ *prix limite* ” émane d'un opérateur moins pressé qui fixe le niveau de prix auquel l'achat ou la vente doit être réalisé.

L'ordre “ *d'arrêt* ” devient un ordre d'achat au prix de marché si les cours montent jusqu'à une limite fixée, et un ordre de vente si les cours descendent jusqu'à une seconde limite. Ce type d'ordre est utilisé pour annuler une position en limitant les pertes, pour prendre un bénéfice sur une position ouverte ou enfin pour initialiser une position à un prix jugé favorable.

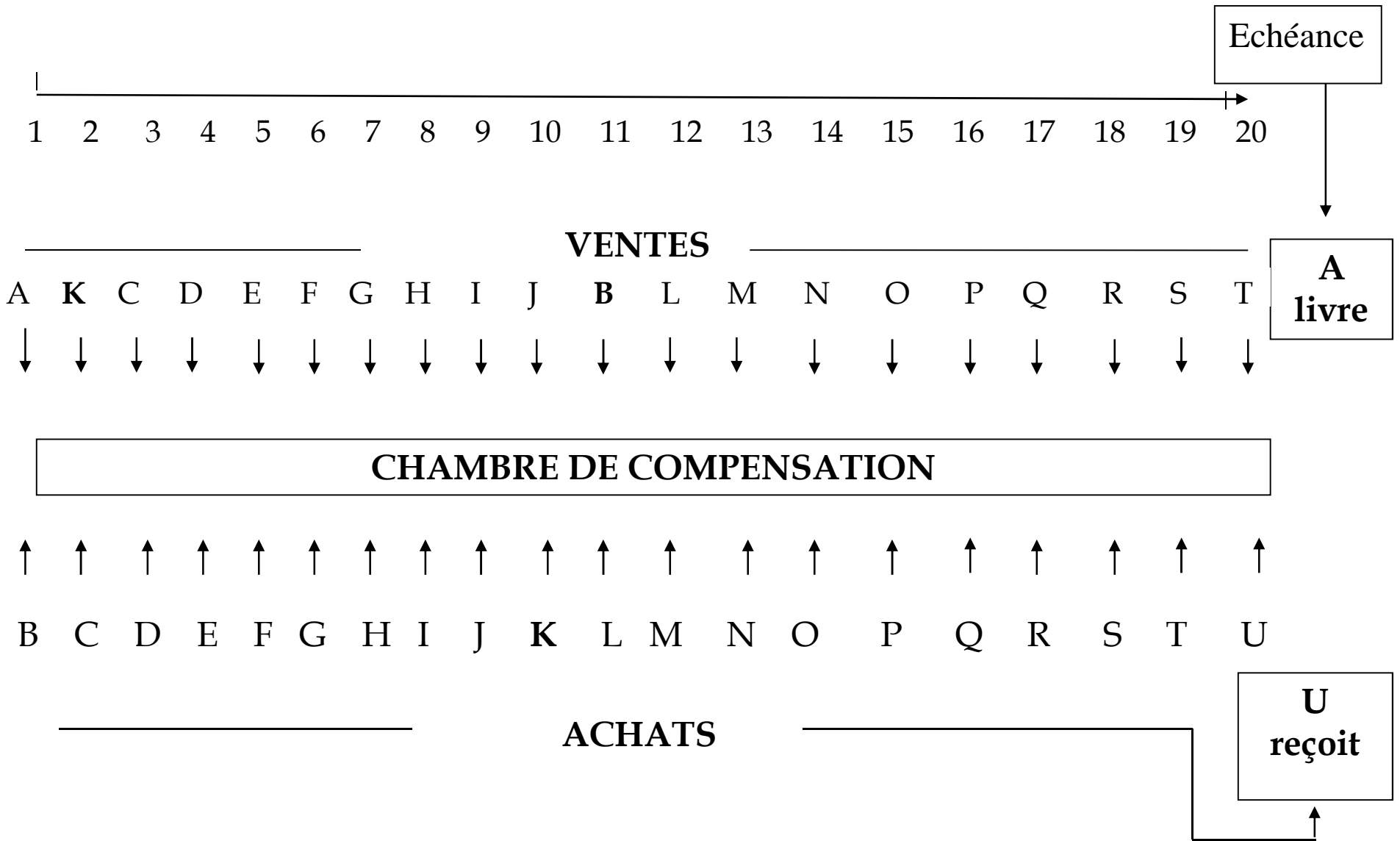
L'ordre “ *d'écart* ” se place non plus sur un niveau de prix mais sur une différence. Le spéculateur place un ordre d'achat d'écart s'il pense que la différence de prix entre deux échéances est trop grande et qu'elle va diminuer. A l'inverse, il place un ordre de vente d'écart lorsqu'il juge la différence trop petite en espérant son augmentation.

→ *La Chambre de Compensation*, associée à la Bourse, réalise la balance des transactions entre les vendeurs et les acheteurs courts.

- Quand deux opérateurs réalisent une transaction, ils inscrivent sur leur écran (fiche d'information) : position d'achat ou de vente, prix, échéance du contrat et bien sûr nom de la contrepartie.

- Cette fiche est enregistrée et transmise par voie électronique, en fin de séance, à la Chambre de Compensation. Celle-ci reçoit donc deux avis pour un même contrat, l'un du vendeur, l'autre de l'acheteur.

- La Chambre s'interpose entre les deux opérateurs en prenant une position opposée à tous les avis qui lui sont rapportés : elle se porte « vendeur » face aux acheteurs et « acheteur » face aux vendeurs. Comme le nombre de positions « vendeur » est égal au nombre de positions « acheteur », la position nette de la Chambre de Compensation est toujours nulle.



Le but de ce système est de permettre l'annulation d'une position « vendeur » ou « acheteur » à n'importe quel moment sans avoir besoin de rechercher l'opérateur initial de la transaction. La Chambre de compensation rend les contrats impersonnels, faciles à négocier et à liquider. Elle garantit l'intégralité du marché en prenant la responsabilité de livrer les produits et en recevoir le paiement ou de prendre livraison et en payer la valeur dans le cas où un opérateur ferait défaut. Pour assumer cette responsabilité, elle exerce un contrôle initial sur les clauses de la négociation, en particulier le prix et l'échéance des contrats.

La Chambre de Compensation est responsable du transfert des sommes, puisant les sommes dues dans les comptes des perdants et les versant sur les comptes des gagnants. Ainsi tous les jours, un opérateur voit son compte crédité ou débité suivant sa position et la fluctuation des cours. Ce compte d'opérateur est ouvert avant toute chose chez un courtier agréé par la Bourse. L'approvisionnement du compte de tous les participants au marché sert de garantie pour les transferts d'argent. Un système de marges permet, comme nous allons le voir, le maintien d'un crédit minimum sur le compte.

Pour chaque contrat engagé, l'opérateur, vendeur ou acheteur, doit déposer **une marge initiale** sur son compte. Son montant est variable suivant les bourses mais il reste voisin de 10% de la valeur du contrat. Cet argent est bloqué sur le compte mais, dans certaines circonstances, il peut être placé dans des titres financiers à court terme.

Après avoir déposé la marge initiale, l'opérateur est tenu de conserver une somme minimale sur son compte, appelée "**marge minimale**". Cette marge correspond à peu près à trois quarts de la marge initiale.

Si les variations de prix sont défavorables, la Chambre de Compensation va puiser la somme perdue sur le compte de l'opérateur. Le niveau de compte diminue alors et peut passer en dessous de la valeur de la marge initiale. Si les variations de prix sont défavorables, la Chambre de Compensation va puiser la somme perdue sur le compte de l'opérateur. Le niveau de compte diminue alors et peut passer en dessous de la valeur de la marge initiale. Dans ce cas, le perdant reçoit un appel de marge de la part de son courtier, responsable du compte. Le montant de cet appel de marge doit relever le solde du compte au niveau de la marge initiale. Si le compte n'est pas approvisionné dans le délai requis, la position de l'opérateur est liquidée obligatoirement dès le début de la séance suivante.

Le système de marges garantit la bonne fin des contrats à terme, les sommes bloquées permettant toujours à la Chambre de Compensation de trouver l'argent chez les perdants pour payer les gagnants. Sauf négligence au niveau des appels de marge, le marché à terme ne peut être pris en défaut et la confiance règne entre les opérateurs.

Les opérateurs trouvent également leur intérêt dans ce système car ils réalisent des transactions en ne disposant que d'une fraction minimale de la valeur des produits. Cela permet de gérer d'importantes quantités de produits avec un minimum de frais et d'immobilisation de trésorerie : l'effet de levier financier est important.

Les Bourses établissent également les variations maximales journalières de fluctuation, en plus ou moins du cours de compensation de la veille (variations limites). Cette règle évite au marché des variations brutales éventuellement dues à l'affolement des opérateurs. Les limites maximales peuvent être atteintes pour des raisons économiques pendant plusieurs jours (crise des subprims). Dans ce cas, la règle peut être assouplie mais la variation importante de prix observée est alors le fruit d'une décision réfléchie des opérateurs. Les Bourses imposent enfin des positions limites et parfois des volumes limites de transaction. Ces règles ne s'appliquent qu'aux opérateurs administrativement rangés dans la catégorie des spéculateurs. Il s'agit de limiter le nombre de contrats détenus par un même opérateur pour éviter que celui-ci ne prenne une position dominante et ne puisse manipuler les prix.