



MARCHES DES MATIERES PREMIERES

Juin 2013

Sommaire

Introduction	4
I. Introduction aux marchés des matières premières	7
1. Origines	7
2. Principaux marchés des matières premières	8
3. Acteurs des marchés des matières premières	9
4. Marchés organisés vs. gré à gré	12
5. Schématisation du processus d'exécution des contrats à terme sur matières premières	13
6. Notions d'appels de marge et de marge initiale	14
7. Marchés à terme, nouvelle alternative à l'OTC	15
II. Intérêt économique des marchés des matières premières	20
1. Utilité des marchés organisés des matières premières	20
1.1 Découverte des prix	21
1.2 Couverture des risques financiers	22
1.3 Encouragement de l'investissement	23
1.4 Facilitation des flux sur le marché physique	23
1.5 Amélioration du financement	24
1.6 Développement du marché	24
III. Principaux marchés des matières premières	26
1. Marché de l'Energie : Intercontinental Exchange (ICE)	26
2. Marché des métaux : London Metal Exchange (LME)	28
3. Marché des produits agricoles : Chicago Board of Trade (CBOT)	31
4. Marchés des matières premières internationaux :	
Focus sur les marchés locaux :	33
4.1 Bolsa de Mercadorias & Futuros, Sao Paulo, Brésil	34
4.2 Dalian Commodity Exchange, Dalian, Chine	35

4.3 Multi Commodity Exchange of India, Mumbai, Inde	38
4.4 Bursa Malaysia, Kuala Lumpur, Malaisie	39
4.5 Bilan des expériences	41
5. Etat des lieux des marchés africains	42
5.1 Afrique du Sud	42
5.2 Kenya	43
5.3 L’Ethiopie	44
5.4 Madagascar	44
5.5 Tanzanie	45
IV. Cartographie des principaux marchés physiques au Maroc	48
1. Introduction	48
2. Marché énergie	49
3. Marché des grains et des oléagineux	49
4. Marché des métaux précieux et non-ferreux	50
5. Autres marchés	50
6. Bilan des expériences marocaines dans le domaine de la couverture	50
V. Intérêt d’un marché marocain des matières premières	53
1. Focus 1 : Marché du maïs	53
2. Focus 2 : Les dérivés climatiques	54
3. Focus 3 : Un marché à terme des produits de la mer (l’expérience Louis Dreyfus)	56
4. Focus 4 : Intérêt des « Warehouse Receipts »	57
Conclusion	59
Annexes	62

Introduction

Considéré comme étant le plus vieux marché du monde, les bourses des matières premières ont connu un perfectionnement continu ces dernières années avec pour objectifs la sécurisation des échanges entre opérateurs et le renforcement de la transparence des prix.

Ce développement croissant a poussé un certain nombre de pays à entamer des démarches internes afin de mettre en place un marché local des matières premières, en se basant sur les standards internationaux.

Aujourd'hui, quelques pays ont largement réussi leur pari. Les exemples les plus marquants sont le South African Futures Exchange en Afrique du Sud, le Shanghai Futures Exchange en Chine ou encore la Bursa Malaysia en Malaisie. Ce type d'initiative est devenu de plus en plus répandu dans les grands pays producteurs et/ou consommateurs de matières premières notamment en Amérique du Sud, en Asie et en Afrique, avec toutefois des retours d'expérience plus ou moins concluants.

La réflexion est aujourd'hui portée sur le cas du Maroc qui, au cours des deux dernières décennies, a connu une professionnalisation grandissante du secteur des matières premières grâce notamment à un tissu industriel en constante mutation et tourné de plus en plus vers les marchés internationaux.

Dans un souci d'accompagnement du développement des acteurs locaux opérant sur les matières premières, le CDVM s'interroge sur la pertinence d'un marché à terme marocain des matières premières, sur lequel seraient cotés quelques sous-jacents pour lesquels le pays est réputé être un grand consommateur ou exportateur.

A l'instar de quelques expériences réussies en Inde, en Malaisie, au Brésil et dans quelques pays africains, les objectifs majeurs de ce marché sont l'encouragement de l'investissement, la facilitation des opérations sur le marché physique et, pour répondre à des besoins actuels pressants, le développement de nouvelles solutions de financement des opérations sur le marché physique.

C'est surtout ce dernier objectif qui est de taille. La récente expérience a montré que des entreprises marocaines ont structuré des solutions de financement à l'international qui reposent sur la transparence que peuvent apporter des marchés internationaux de matières premières (énergie et métaux) et sur la valorisation de leurs stocks (Swap matières premières, Off-take agreement, ...).

La réflexion sur ce marché s'oriente également vers la réalisation d'autres objectifs tels que :

- Renforcer une circulation efficace des capitaux dans le secteur ;
- Permettre aux petits opérateurs d'accéder à des couvertures contre le risque de prix ;
- Supporter le développement d'un marché d'exportation ;
- Supporter les modèles d'agrégation en place et encourager de Nouveaux mécanismes ;
- Faciliter le développement des financements contre garantie de Marchandise.

Pour ce faire, nous avons dressé un état des lieux des marchés des matières premières mondiaux avant d'élaborer un benchmark des principales expériences récentes avec un focus sur le continent africain. A travers le bilan de ces expériences, nous avons fait un rapprochement avec les données fondamentales des marchés matières premières au Maroc, et analysé les clés de succès d'un marché local.

I - MARCHES DES MATIERES PREMIERES

1. Origines

L'existence des marchés des matières premières remonte au XIX^{ème} siècle. Bien avant la multiplication des plateformes de négociation de titres financiers, les producteurs et utilisateurs de matières premières s'étaient organisés pour faciliter les échanges à terme et assurer plus de visibilité sur les prix auxquels ils pourraient vendre leur production ou acheter leurs matières premières.

Les marchés des matières premières peuvent être définis de diverses façons. Dans leur sens le plus restreint, ils sont définis comme des centres où les échanges à terme sont organisés - c'est la définition qui est généralement utilisée dans les pays développés. Dans un sens plus large, ce sont des marchés où le commerce (c'est-à-dire les transactions pas uniquement les matières premières physiques) est centralisé, et canalisé à travers un mécanisme de marché permettant la confrontation de la demande des acheteurs et l'offre des vendeurs. Aujourd'hui ces marchés sont à la fois des marchés de gros et de détail. Plusieurs produits sont généralement échangés dans ces marchés qui sont utilisés dans le secteur de l'industrie pour la production de produits finis ou semi-finis, que ce soit en tant que composants ou en tant que ressources énergétiques entrant dans le cycle de production ou d'acheminement du produit.

Les marchés organisés des matières premières ont une longue histoire. Les marchands de céréales japonais ont commencé à lancer des initiatives similaires en 1730, et le Chicago Board of Trade et le London Metal Exchange ont lancé avec succès leurs activités en 1864 et 1877 respectivement. Depuis plus d'un siècle, les marchés des matières premières sont restés largement confinés aux pays développés ou industrialisés, mais c'est grâce à la libération des marchés et à la baisse des prix des systèmes d'information qu'ils se sont multipliés dans le monde à partir des années 1990. En 2005, les pays non membres de l'OCDE représentaient environ 50% des volumes d'échanges des contrats futurs et options sur produits agricoles dans le monde.

La grande partie des marchés des matières premières est aujourd'hui localisée dans les zones les plus industrialisées, en Amérique du Nord et Europe.

Généralement, un marché de matières premières laisse penser à un système de marché très sophistiqué avec un système de cotation électronique très évolué, tels que le CBOT (Chicago Board of Trade) ou le LME (London Metal Exchange). Mais en réalité, ce marché est simplement une place d'échange des différentes matières premières d'une manière organisée. Dans un sens plus étendu, c'est une bourse organisée où les échanges/flux, avec ou sans la matière première physique, sont canalisés par le biais d'un mécanisme de prix unique, permettant ainsi une concurrence effective et maximale parmi vendeurs et acheteurs. En effet, avoir un mécanisme de marché permettant à tout moment de confronter offre et demande des matières premières se traduit par un mécanisme efficace et transparent de fixation des prix de la matière échangée.

2. Principaux marchés des matières premières

MARCHES MAJEURS		
ENERGIE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE (ICE)	Brent – Gas oil
	NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE (NYMEX)	Light Sweet Crude – Gaz Naturel – Heating Oil
METAUX (non-ferreux, précieux)	LONDON METAL EXCHANGE (LME)	Cuivre – Plomb – Zinc – Aluminium - Etain
	NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE (COMEX)	Or – Argent - Platinium
AGRICULTURE	CHICAGO BOARD OF TRADE (CBOT)	Blé – Maïs – Complexe soja
	KANSAS CITY BOARD OF TRADE (KBT)	Blé
	EURONEXT PARIS (ENP)	Blé - Maïs
SOFTS	NYBOT	Sucre – Café – Coton – Jus d'orange
	EURONEXT - Liffe	Café – Sucre blanc - Cacao

Aujourd'hui, la plupart des grandes familles des matières premières sont traitées sur les différentes bourses majeures. Certains produits se traitent également dans plusieurs places financières dans le but de refléter au mieux les caractéristiques de chaque région de production. Par exemple, chaque grand pays producteur de blé possède sa propre bourse. C'est le cas du blé américain (CBOT), du blé européen (MATIF) ou encore le blé Mer Noire (CME Black Sea).

3. Acteurs des marchés des matières premières

Les marchés à terme, notamment ceux des matières premières, attirent plusieurs types d'opérateurs car en plus d'offrir un niveau de liquidité satisfaisant, ils sont totalement transparents et ne contiennent aucune marge cachée. Nous recensons trois catégories d'intervenants :

- a. Les opérateurs en couverture « hedgers » : Pour cette catégorie, les marchés à terme sont utilisés uniquement pour neutraliser le risque de fluctuation des prix. Ils ont également recours aux options listées car elles procurent un moyen de se protéger contre des mouvements défavorables des cours, tout en se laissant la possibilité de profiter des mouvements favorables.
- b. Les spéculateurs : L'idée d'investissement pour ces opérateurs est d'utiliser des options et contrats Futures pour leur effet de levier. La part de la spéculation peut être très importante pour certaines matières premières comme le pétrole et le maïs. Pour ces deux produits, la part de spéculation a déjà dépassé les 50%. Une trop forte activité de spéculation peut s'avérer extrêmement néfaste en cas de désengagement important.
- c. Les arbitragistes : Ces derniers cherchent à profiter des incohérences des prix relatifs de plusieurs actifs entre différentes places (même sous-jacent coté sur deux places financières différentes). L'existence de possibilité d'arbitrage est très éphémère d'autant plus que la théorie des marchés financiers considère qu'il y'a une Absence d'Opportunité d'Arbitrage. Ces trois catégories d'investisseurs prennent des positions différentes sur les marchés, soit acheteuses (dites long) ou vendeuses (dites short), avec des durées plus ou moins importantes.

Qui investit sur le marché des matières premières?

- Nous pouvons distinguer trois types d'investisseurs : les spéculateurs, les investisseurs sur indices et les flux commerciaux tels que les producteurs et les consommateurs.

Quelles positions prennent-ils sur le marché?

- Pour les flux commerciaux, l'objectif premier est de se couvrir sur le marché des Futures en contrebalançant une exposition sur le marché physique. Le besoin de couverture est plus développé chez les producteurs. Ceci s'explique entre autres par

le fait que la production des matières premières est généralement concentrée entre les mains de peu d'opérateurs par rapport au nombre de consommateurs. Les

positions commerciales tendront alors à être Short (Exemple : un nombre limité de raffineries alimentent des millions de consommateurs en gasoil).

- Les spéculateurs, ou investisseurs actifs, alternent entre des positions *longues* ou *shorts* selon leurs anticipations du marché.
- Les investisseurs sur indices, ou investisseurs passifs, vont investir le marché des matières premières dans une logique globale d'allocation d'actifs. Ces actifs leur apportent une diversification de leur portefeuille et une couverture contre l'inflation ou un mouvement adverse des marchés actions ou obligataires. Les investisseurs sur indices ne détiennent par conséquent que des positions *longues*.

Quelle est la part de chaque acteur dans le marché des Futures ?

- Si nous prenons le contrat maïs coté sur le CBOT, les positions commerciales tendront à représenter un peu moins de 40% alors que les spéculateurs représentent autour de 50%. Les flux d'investissements sur indices représentent un peu plus de 10% du total des contrats ouverts.
- Cette répartition est néanmoins biaisée par le fait que les investisseurs sur indices ne portent que des positions longues. Si nous devons distinguer les flux par sens, la répartition devient comme suit :
- Positions longues : 27% Hedger + 25% Indices + 48% Spéculateurs
- Positions Shorts : 57% Hedger + 43% Spéculateurs.

Quel est l'impact des spéculateurs sur le prix des matières premières?

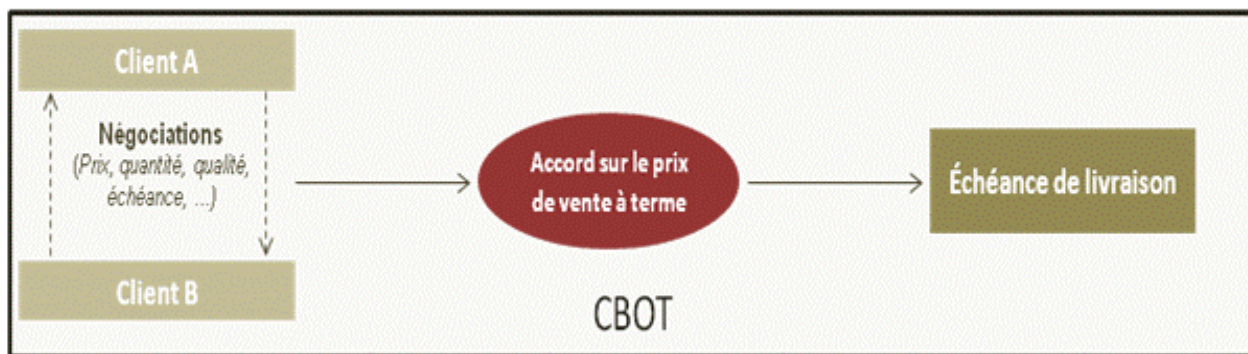
- Le spéculateur pense pouvoir anticiper les mouvements des prix du fait que ses analyses (et ses propres investissements dans la recherche) et sa connaissance du marché le prédisposent à développer une bonne perception des changements futurs des fondamentaux. Plus sa conviction sera grande, plus sa position ouverte sera importante. Il permet par conséquent aux prix d'intégrer rapidement tout changement dans l'équilibre offre-demande. Les flux des spéculateurs sont par conséquent de nature à améliorer l'efficacité du marché.
- Les flux des spéculateurs peuvent également avoir une valeur prédictive des tendances futures. Si nous restons dans le marché du maïs, nous pouvons par

exemple illustrer une relation certaine entre les positions longues des spéculateurs et une publication importante tel que le rapport USDA sur les niveaux des stocks.

- Contrairement aux spéculateurs, les investisseurs sur indices n'influent pas sur les prix. Leurs décisions d'investissements portent d'avantages sur la gestion de leur portefeuille que sur leurs anticipations de marché. Leur impact sur le marché est donc moindre. En revanche, le positionnement de ce type d'investisseurs sur le marché pour des maturités longues permet aux producteurs de trouver une bonne liquidité pour des couvertures à moyen et long terme et ce à des coûts intéressants.

Mécanisme de fonctionnement du marché organisé sur le CBOT

1848 : 1^{er} contrat à livraison différée sur le Chicago Bord of Trade (CBOT)



Système actuel : Les contrats Futures standardisés sur le CBOT



Les marchés listés, ou organisés, se sont fortement développés au cours de ces dernières années avec des volumes de plus en plus importants. Aujourd'hui, le marché de matières premières qui attire le plus grand nombre d'investisseurs est sans conteste celui du pétrole. D'autres marchés présentent des niveaux de liquidité largement acceptables tels que les marchés agricoles sur le CBOT ou encore celui des métaux précieux. D'autres marchés en revanche n'ont pas une importante profondeur comme le London Metal Exchange. Aujourd'hui, les opérateurs préfèrent contourner le manque de liquidité de certains marchés matières premières en ayant recours aux marchés de gré à gré dits OTC (Over The Counter). Nous déclinons ci-après les particularités de chaque marché.

4. Marchés organisés vs. gré à gré

4.1 Marchés organisés :

Un marché organisé, ou marché réglementé, est un marché financier sur lequel des instruments fongibles sont négociés à travers la confrontation centralisée des ordres d'achat et de vente.

La présence d'une chambre de compensation, qui se porte contrepartie à chaque ordre d'achat ou de vente exécuté, élimine le risque de défaut des intervenants, et permet une exécution rapide et à faible coût.

Sur les marchés organisés de matières premières, il existe un dispositif pour une livraison future. Toutefois, la quasi-totalité des contrats sont nettés et se dénouent cash avant leur date d'échéance. Ceci implique naturellement une participation active de la part des investisseurs et spéculateurs qui ne sont en aucun cas associés directement à la matière première sous-jacente.

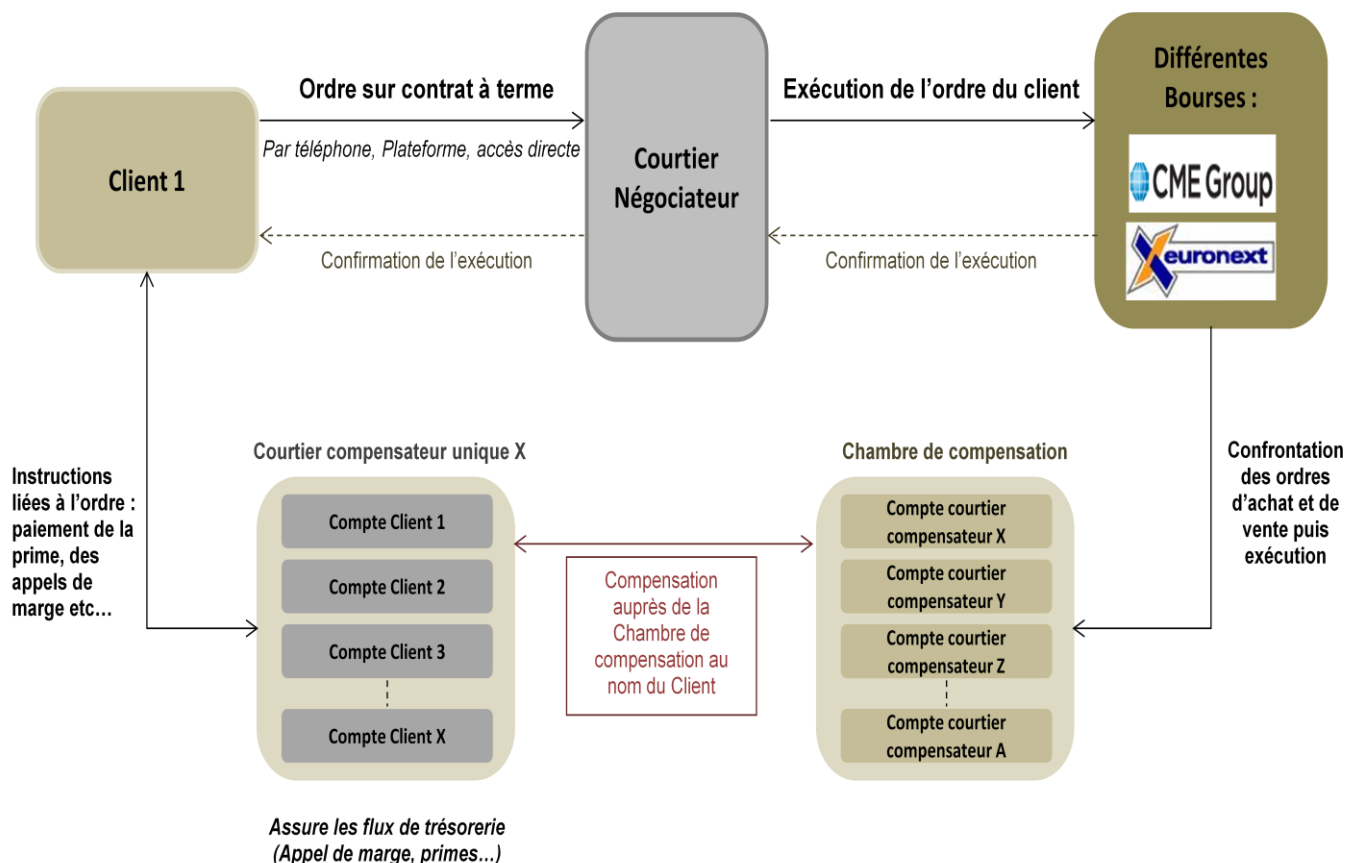
4.2 Marchés OTC :

Les marchés de gré à gré - ou over-the-counter (OTC) en anglais (hors Bourse) - est un marché sur lequel la transaction est conclue directement entre le vendeur et l'acheteur. Il s'oppose à un marché organisé (ou en Bourse), où la transaction se fait avec la Bourse.

Sur un marché de gré à gré, les deux contreparties négocient plus ou moins librement certaines modalités de la transaction. Ces marchés sont moins transparents que les marchés organisés.

MARCHES ORGANISES (FUTURES MARKETS)	MARCHES DE GRE A GRE (OTC MARKETS)
<ul style="list-style-type: none"> • Bourse (Produits listés) • Futures, Options sur Futures • Standardisation des contrats • Liquidité très forte sur les deux premières lignes • Livraison effective exceptionnelle • Chambre de compensation garante des opérations • Deposit et appel de marge • Risque de crédit réduit voire éliminé par le système des appels de marge • Durée limitée 	<ul style="list-style-type: none"> • Négociation bilatérale • Swaps, contrats à terme OTC, options OTC. • Produits sur mesure • Liquidité variable. • Livraison effective plus fréquente mais différée • Risque de contrepartie • Durée allant de quelques jours à plusieurs années

5. Schématisation du processus d'exécution des contrats à terme sur matières premières



6. Notions d'appels de marge et de marge initiale

CHAMBRE DE COMPENSATION

- La chambre de compensation est un organisme de la Bourse qui se porte intermédiaire dans toutes les transactions sur les Futures et Options sur Futures.
- Son rôle est de garantir l'exécution des contrats à l'échéance et de garder une trace de toutes les opérations.
- Elle fonctionne grâce à ses membres, seuls habilités à effectuer des transactions directes avec la bourse.

DEPOT DE GARANTIE (INITIAL MARGIN)

Pour acheter - ou vendre - un contrat future, la chambre de compensation exige un dépôt de garantie (appelé marge initiale), qui est fonction de la volatilité du sous jacent (généralement le dépôt est de l'ordre de 5 à 10% de la valeur du contrat).

Le courtier peut demander des dépôts de garantie supérieurs à ceux exigés par la bourse en fonction du risque qu'il est prêt à prendre sur son client.

La marge minimale (Maintenance Margin) : il s'agit du minimum à maintenir sur le compte à tout moment.

APPELS DE MARGE (MARGIN CALL)

La réévaluation des positions sur les marchés organisés se fait au quotidien par rapport au cours fixing de clôture de la veille.

Lorsque le marché évolue d'une manière défavorable à la position de l'opérateur sur le marché à terme, la Chambre de compensation va exiger des dépôts supplémentaires appelés appels de marges. Si l'appel de marge n'est pas respecté, la position est automatiquement liquidée.

Les appels de marge peuvent être réglés en espèces, via des garanties ou par des titres.

7. Marchés à terme, nouvelle alternative à l'OTC

Etat des lieux :

Depuis le mois d'octobre 2012, une incertitude semble gagner de plus en plus les opérateurs qui agissent sur le marché de gré à gré, et plus particulièrement sur les produits de type SWAP : Sera-t-il toujours aussi intéressant de recourir aux marchés OTC une fois les nouvelles réglementations mises en place en fin 2013 ?

Preuve de l'incertitude qui commence à gagner les investisseurs, cette problématique a été soulevée par 10 des plus grands « Asset Manager » de produits dérivés OTC tels que BlackRock, Alliance Bernstein (Groupe AXA) ou encore Vanguard (plus grand fond mutualisé au monde avec plus de \$2,000 milliards investis aux Etats-Unis).

Ce débat fait suite à des décisions qui concernent la régulation des marchés OTC pour la prévention des risques de défaut notamment. La réforme la plus célèbre étant celle du Dodd Frank Act pour la protection des utilisateurs des marchés financiers, mais également celle de « Bâle III » pour le traitement de risque de contrepartie.

Ces deux réformes sont censées entrer en vigueur courant 2013, ce qui aura pour conséquence première de renforcer les conditions de recours aux marchés de gré à gré, avec en l'occurrence des coûts de « Collateral » beaucoup plus contraignants. Ce surcoût a d'ailleurs poussé un certain nombre d'opérateurs, comptant parmi les plus actifs sur les marchés de gré à gré, à savoir les grands assureurs, à réfléchir à une alternative pour couvrir leurs expositions sur les fluctuations des taux d'intérêts.

Réformes « Dodd-Frank Act » et « Bâle III » des marchés financiers :

Descriptif	Dodd-Frank Act	Bâle III
Objet de la réforme	<p>Loi qui vise à promouvoir la stabilité financière des Etats-Unis et ce en améliorant la responsabilisation et la transparence dans le système financier. L'objectif premier est d'éviter un nouveau « Lehman » ou encore le Too Big to Fail, et devrait entrer en vigueur fin 2013. La crise de 2008 a fait réaliser les risques que pouvaient prendre des établissements pourtant noté Triple A et les conséquences que cela pouvait engendrer. Le sauvetage de grande structure comme AIG notamment a été très coûteux et le gouvernement américain ne souhaite plus revivre une telle situation.</p>	<p>La réforme de « Bâle III » a débuté le 1er janvier 2013 avec le dispositif de traitement du risque de contrepartie. Il s'agit de mieux quantifier le risque et les pertes potentielles lors de la commercialisation d'un produit financier. Les objectifs affichés de cette réforme sont : l'amélioration de l'expertise financière, une meilleure pratique du pilotage du risque de contrepartie, une communication plus étendue, tout cela dans un cadre réglementaire renforcé.</p>
Décisions majeures	<p>Renforcement et modification du pouvoir de la Securities and Exchange Commission (SEC).</p>	<p>Amélioration de l'expertise financière : Intégration dans les modèles du seuil de Pertes Attendues des sociétés dont les titres sont admis aux négociations dans une approche de prise de décision basée sur des données de réduction des coûts du risque opérationnel.</p>
	<p>Limitation des investissements des entités bancaires dans les fonds d'investissements et ceux pour compte propre.</p>	<p>Pratiques de pilotage du risque de contrepartie : Instauration de tests de résistance visant le risque de contrepartie. Cela aura un impact non seulement sur les expositions au risque de contrepartie mais <u>aussi sur la qualité de crédit des contreparties.</u></p>
	<p>Encadrement et compensation de certains produits dérivés financiers (C'est considéré comme étant le plus gros changement).</p>	<p>Communication financière des contreparties.</p>
	<p>Nouvelles règles dictées par les agences de régulation.</p>	<p>Bases réglementaires plus strictes.</p>
	<p>Créations de nouvelles agences de contrôle très puissantes : Financial Stability Oversight Council (FSOC) et Office Financial Research (OFR).</p>	
<p>Protection renforcée des demandeurs de crédit.</p>		

Impact de ces réformes sur les marchés OTC : Recours aux marchés Futures

Ces nouvelles normes réglementaires devraient entraîner une appréciation des coûts inhérents aux opérations de couverture sur le marché OTC. Pour prévenir une telle situation, de grands établissements boursiers ont commencé à se préparer à une telle transition en proposant une gamme de produits listés plus large.

C'est le cas du CME Group, qui a lancé récemment un nouveau contrat Futures sur taux d'intérêt. La Bourse ICE (Intercontinental Exchange) s'est également positionnée en proposant à ses clients, détenteurs de produits OTC sur des sous-jacents Energie, de les basculer sur des Futures et/ou des options sur Futures pour éviter le surcoût lié à la nouvelle réforme sur l'OTC.

Parmi les produits de substitution privilégiés, les Futures sur swap. L'ICE a d'ailleurs contribué à la généralisation de ces produits en conservant les mêmes conditions de dénouement que les Swap mais avec un cadre réglementaire différent de celui des contrats Futures standards. A cet effet, la majorité des grandes banques internationales ont développé des plateformes dédiées dont le but est de permettre aux clients de transférer les contrats négociés au gré à gré vers les marchés listés.

A titre d'exemple, en combinant le double effet lié aux réformes « Dodd-Frank Act » et « Bâle III », une couverture en Swap de taux d'intérêt pour un nominal de 10 millions €, sur un horizon de 10 ans pour une entité notée Triple B+, recourir au marché des Futures plutôt que OTC engendrera une économie de coût de couverture de l'ordre 200,000€. Ce gain sera d'ailleurs d'autant plus important que la notation de la compagnie sera faible. Celui-ci s'explique essentiellement par le coût de « Collateral » que la banque exige.

Si ce principe semble séduisant sur le papier, il demeure que plusieurs investisseurs sont sceptiques quant à l'équivalence des couvertures à travers ces deux canaux : Futures vs. OTC

Limites des marchés Futures

Aujourd'hui, certains arguments sont avancés par des opérateurs pour discréditer l'équivalence entre la couverture sur les marchés OTC et les marchés Futures. Les points retenus sont comme suit :

1. Manque de flexibilité des marchés Futures contrairement au marché de gré à gré : Des opérateurs comme les compagnies d'assurance ont des besoins bien spécifiques pour la couverture de leur risque de taux. Ces particularités rendent la couverture standard en contrats Futures sur taux d'intérêt limitée car elle ne répond pas toujours parfaitement aux conditions pré-requises ;
2. Faible liquidité des marchés à terme pour certains produits : Si la forte utilisation des Swaps sur taux via le marché OTC s'est largement développée depuis les années 90, l'apparition des marchés à terme sur taux d'intérêt a donné lieu à des succès mitigés. En effet, certains contrats sont peu utilisés, surtout pour des échéances très lointaines, ce qui pousse les investisseurs à se tourner vers l'OTC ;
3. Coût de trésorerie : Le recours aux marchés listés implique une utilisation importante de la trésorerie pour les besoins en appels de marge et marge initiale. Ce coût devient d'ailleurs de plus en plus important selon la nervosité du sous-jacent en question.

Si la transition des marchés OTC aux marchés Futures semble être actée depuis fin 2012, cela ne veut pas forcément dire que les produits dérivés OTC de type Swap seront amenés à disparaître. Pour un grand nombre d'analystes, la nouvelle réglementation des marchés OTC poussera les opérateurs à restreindre les conditions de crédit, apporter plus de transparence et surtout privilégier les sociétés dont le rating est très bon et écarter celles dont ce dernier est jugé insuffisant. Cela marquera ainsi la fin de l'opacité qui caractérisait les marchés de gré à gré.

II – INTERET ECONOMIQUE DES MARCHES DES MATIERES PREMIERES

II. Intérêt économique des marchés des matières premières

1. Utilité des marchés organisés des matières premières

La création des marchés organisés a pour but de supprimer les inconvénients liés à la prise de position sur les marchés de gré à gré et d'introduire des possibilités de couvertures par rapport à la volatilité des sous-jacents.

Les marchés organisés permettent de réduire le risque de liquidité, le risque de contrepartie, et le manque de souplesse.

Ils sont principalement utilisés pour la découverte des prix et la gestion des risques. En ce sens, ils constituent des instruments financiers, rarement utilisés pour le transfert réel du sous-jacent.

- Découverte des prix
- Gestion du risque de prix
- Encouragement de l'investissement
- Facilitation des opérations sur le marché physique
- Amélioration du financement
- Développement du marché

1. Découverte des prix

- Flux constant d'informations provenant du monde entier – Offre/demande
- Lié au marché comptant
- Etablir les prix sur les deux marchés : Comptant et à Terme
- Reflète l'Offre et la Demande des acheteurs/vendeurs

2. Gestion du risque de prix

- L'évolution quasi-parallèle des prix sur les marchés au comptant et à terme
- Se couvrir en prenant une position inverse à celle qu'il détient sur le marché des produits physiques
- Parfaite compensation entre la variation du prix sur le marché physique et le P&L de la couverture

3. Encourager l'investissement

- Facteur essentiel de succès d'un marché à terme
- Une forte liquidité encourage les échanges sur un marché donné.
- Les investissements sont facilités dans un marché organisé et transparent.



4. Faciliter les flux sur le physique

- Offre une transparence et sécurise les opérations sur le physique
- Renforce les transactions sur le marché Cash
- Encourage le stockage grâce à la couverture
- Améliore la qualité de la matière

5. Améliorer le financement

- Les banques sont plus rassurées dans leurs opérations de financement
- La couverture permet de limiter le critère de risque pour les banques

6. Développer le marché

- Développe le recours aux instruments financiers
- Les opérateurs sont forcés de se mettre au même niveau que leurs concurrents.
- Favorise le développement du secteur

1.1 Découverte des prix

L'objectif principal d'un marché de matières premières est de créer un système efficace et ordonné qui permet la confrontation de l'offre et de la demande. Ceci facilite le phénomène de découverte de prix, où le prix réel (prix de marché) est basé sur l'alignement de l'offre et de la demande.

I. Apporte une efficacité au marché :

- a. Pour les producteurs, les prix du physique sont généralement ceux des marchés Futures, ce qui rend un arbitrage difficile.
- b. La neutralité des opérations est assurée grâce à la transparence des prix.
- c. Les prix sur le marché local reflètent davantage les données fondamentales plutôt que le bilan offre/demande à l'international.

II. Une offre plus abondante :

- a. La sécurisation des prix de vente et d'achat favorise le recours à ce type de marché.
- b. Cela profite aux opérateurs car l'offre est plus développée.
- c. L'information est plus accessible et est reflétée dans les prix.
- d. Les récoltes sont fonction des prix ce qui fait éviter une sur/sous-offre.

- e. Favorise la diversification des cultures.
- f. Réduit la nervosité des prix d'une saison à une autre.

1.2 Couverture des risques financiers

L'intérêt majeur des marchés à terme sur matières premières est de permettre aux opérateurs agissant sur ce type de sous-jacents, de se prémunir contre les fluctuations des prix. Aujourd'hui, de nombreuses solutions s'offrent aux acteurs actifs sur les marchés des matières premières pour sécuriser leur prix d'achat ou de vente en ayant recours à des produits de type Futures ou Options.

DEFINITIONS

- **Contrat à terme ou contrat Futures**

Un future est un contrat qui représente un engagement d'acheter ou de vendre une quantité standardisée (taille du contrat) d'un sous-jacent donné (actions, matières premières, taux d'intérêt ou obligation) sur une Bourse à une échéance déterminée, et à un prix spécifié à l'avance affiché par la bourse en question.

- **Options**

Une Option est un contrat qui donne le droit et non l'obligation à son acquéreur d'acheter ou vendre un sous-jacent (Futures, actions etc..) à un prix donné et à une maturité donnée. Il en existe deux types. Une option d'achat appelée Call, qui donne le droit d'acheter une certaine quantité d'un actif sous-jacent à une date future et à un prix convenu. Une option de vente appelée Put, qui donne le droit de vendre une certaine quantité d'un actif sous-jacent à une date future et à un prix convenu.

Nous distinguons l'option américaine qui procure le droit à son détenteur d'exercer son option à tout moment jusqu'à la date d'échéance, et l'option européenne qui ne peut être exercée qu'à la date d'échéance.

Composants de l'Option : Prix d'exercice (K) ou « strike price », sous-jacent Date d'échéance. Une Option sur Futures donne ainsi à son acquéreur le droit et non l'obligation d'acheter ou de vendre un contrat Future (sous-jacent), et ce moyennant le paiement d'une prime.

Les marchés de couverture permettent ainsi de :

- a. Eviter des pertes conséquentes en cas de décrochage / appréciation des prix
- b. Sécuriser les prix d'achat/ de vente ce qui permet aux opérateurs de se focaliser sur la marge à défendre
- c. Favoriser les projections à long terme grâce à la sécurisation des prix

1.3 Encouragement de l'investissement

Les marchés organisés offrent en plus de la transparence, une liquidité plus accrue. L'effet combiné des industriels du secteur et de la spéculation permet d'éviter des mouvements de prix trop brusques et, au contraire, d'apporter une régularité dans la cotation des prix. Ceci pousse donc davantage les investisseurs à se tourner vers ce type de marchés.

D'ailleurs, dans une logique de diversification des risques, de nombreux investisseurs choisissent d'investir dans les matières premières dans un souci notamment de se prémunir contre le risque inflationniste.

Les marchés organisés sont aussi fortement réglementés ce qui est généralement très apprécié des investisseurs car cela est un gage de sûreté dans le cadre d'investissements long terme.

1.4 Facilitation des flux sur le marché physique

Les marchés des matières premières étaient autrefois jugés risqués notamment à cause du risque de défaut d'un des acteurs lors d'une opération d'achat/vente. Ce risque est aujourd'hui entièrement maîtrisé grâce au principe de couverture sur les marchés organisés, la bourse étant la garante du risque de contrepartie.

Les volumes sur le marché physique ont fortement augmenté avec le développement des marchés « papiers » sur matières premières pour les raisons suivantes :

- a. Amélioration des cotations de prix des différents fournisseurs ;
- b. La concurrence profite aux acheteurs qui peuvent négocier à des prix transparents pour une qualité standard ;
- c. Développement du recours aux exportations ;
- d. La diminution du risque de contrepartie ;
- e. La réduction de la dépendance aux importations si la production locale est jugée bonne.

1.5 Amélioration du financement

Le financement est un point clé dans tout type d'activité liée aux matières premières tant les volumes sont importants. De ce fait, l'amélioration de l'efficacité des marchés, la transparence des prix et surtout le recours aux marchés de couverture ont contribué à accroître les financements octroyés par les banques.

Les contreparties bancaires sont plus disposées à financer des navires de matières premières pour des produits cotés sur des marchés internationaux. En effet, la valeur marchande du produit a un prix connu et transparent.

Les opérateurs bénéficient également de conditions de financement meilleures compte tenu d'un risque moindre. De plus, le financement offre aussi de nouvelles opportunités d'investissement pour les opérateurs.

1.6 Développement du marché

Les marchés à terme ont comme avantage de tirer les opérateurs vers le haut à cause notamment d'une concurrence plus accrue sur un marché donné. Parmi les avantages identifiés :

- a. Formation des acteurs du secteur : Ces derniers s'adaptent à leur environnement concurrentiel et développent de nouvelles compétences afin de se différencier ;
- b. Facilite les échanges à l'International grâce à des normes standards : Encourage l'intégration des marchés matières premières au niveau régional ;
- c. Sert au développement des systèmes IT et logistiques ;
- d. Profite à l'ensemble du secteur industriel : Augmente l'accès aux marchés, le recours à un savoir-faire externe (recrutement) et le recul de l'informel dans le secteur.

III - PRINCIPAUX MARCHES DES MATIERES PREMIERES

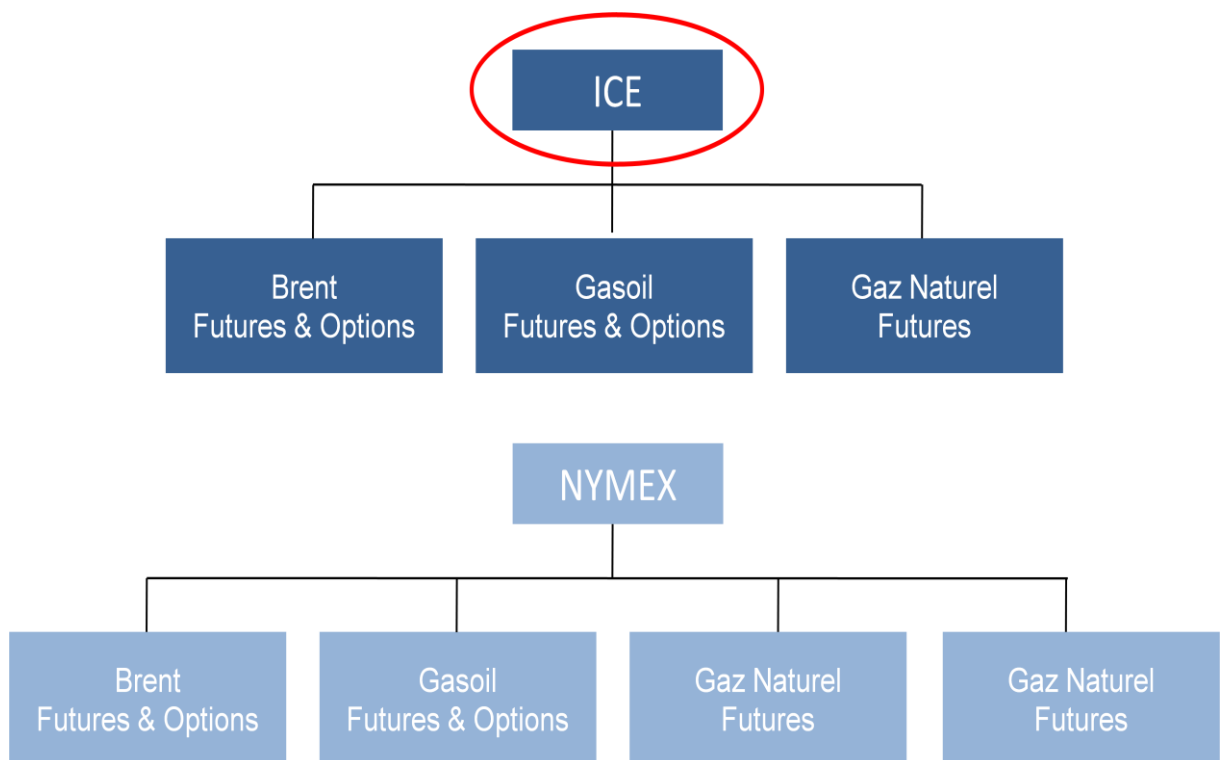
III. Principaux marchés des matières premières

1. Marché de l'Energie : Intercontinental Exchange (ICE)

Sur l'ICE, les opérateurs peuvent traiter des produits financiers (devises, CDS, etc.), des produits agricoles (café, cacao, etc...) mais surtout des produits du secteur de l'Energie (pétrole Brut, produits pétroliers, Gaz, etc...).

Les acheteurs marocains de produits pétroliers (raffineurs, importateurs, etc..) peuvent indexer leur prix d'achat sur l'un des sous-jacents cotés sur l'ICE.

Le pétrole a aujourd'hui quatre indices de référence majeurs : le WTI qui est la référence américaine, le Brent de la mer du Nord, le Brut de Dubaï et le panier de référence de l'OPEP. Les plus représentatifs des prix mondiaux sont les deux premiers.



Le prix du pétrole connaît une forte disparité entre ces deux indices de référence ICE Brent et WTI. Traditionnellement très proches, le Brent se négocie actuellement à près de \$7 au dessus du WTI après avoir atteint un pic de \$23. Cet écart pourrait surprendre étant donné que le WTI est de meilleure qualité que le Brent, car plus léger, et structurellement plus cher que l'ICE Brent.

Plusieurs facteurs expliquent cette différence :

- ✓ Facteur physique : La production de Brent, le pétrole de la mer du Nord, est en baisse structurelle.
- ✓ Facteur géopolitique : L'ICE Brent est particulièrement sensible aux incidents qui perturbent la production de brut de qualité équivalente, comme les pétroles au Moyen-Orient et en Afrique.
- ✓ Facteur financier : La cotation du Brent ne comprend pas de livraison physique et ne subit donc pas les mêmes contraintes que le pétrole américain. Ceci élimine les risques de Contango (report) excessif, ce qui incite les investisseurs « long-only » (ne détenant que des positions d'achats) à privilégier les contrats sur le Brent.
- ✓ Facteur logistique : Le lieu de livraison des contrats de WTI est totalement saturé avec notamment de nouveaux pipelines en provenance du Canada. Il s'agit de Cushing, Oklahoma, où convergent de très nombreux pipelines. A noter qu'à Cushing les stocks ne dépassent pas les 10% du stock national américain hors réserve stratégique.

Un contrat Future présente des spécifications qui sont différentes selon la nature du sous-jacent. Le contrat de référence sur les produits pétroliers est celui du Brent. En effet, pendant des années, la référence américaine WTI a été utilisée comme Benchmark par l'ensemble des opérateurs mondiaux. Mais compte tenu des pressions exercées sur les prix du WTI depuis 3 ans pour cause de saturation du point de stockage à Cushing, le marché s'est peu à peu tourné vers le Brent de la mer du Nord. En voici les caractéristiques :

Taille du contrat
1 000 barils (~42 000 gallons)
Mode de cotation
\$/bbl (arrondi à la 2 ^{ème} virgule)
Sous-jacent
Brent sorti de l'oléoduc, livré à Sullom Voe
Variation minimale (tick)
\$0.01/bbl (\$10/contrat)
Mois de cotation
12 mois consécutifs, puis dernier mois des trimestres jusqu'à un maximum de 24 mois, et dernier mois des semestres suivants jusqu'à un maximum de 36 mois.
Dernier jour de cotation
Le 15 ^{ème} jour calendaire du mois précédent le contrat si c'est un jour ouvré sinon le jour qui suit
Mode de règlement à maturité
Exchange for physical avec une option livraison cash
Limite de fluctuation journalière
Aucune

2. Marché des métaux : London Metal Exchange (LME)

Situé au cœur de Londres, le London Metal Exchange est le premier marché des métaux non-ferreux au monde. Il offre des cotations sur l'ensemble des sous-jacents métaux tels que : Cuivre, Zinc, Aluminium, Plomb, Etain, Nickel.

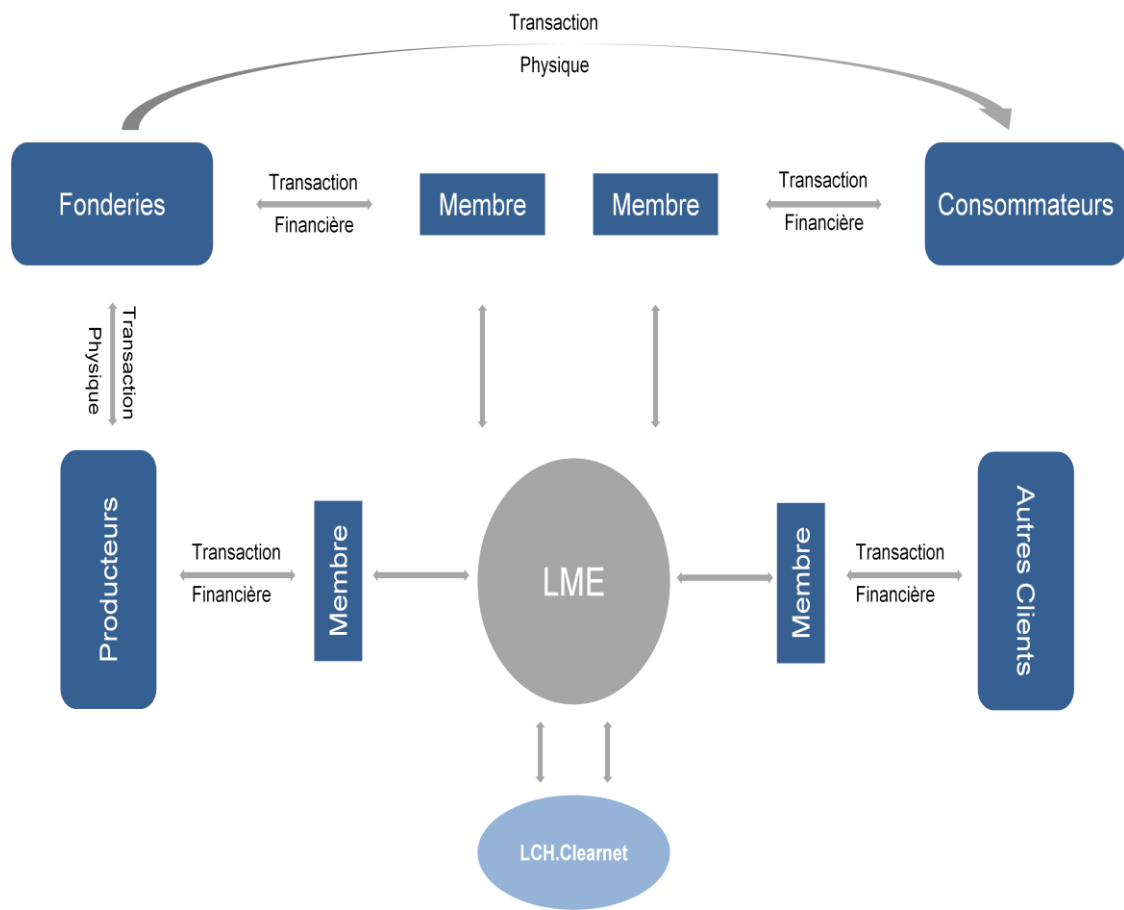
Le LME référence également des contrats plastique et billet, mais dont la liquidité est très faible.

Le LME traite via trois types de plateformes :

1. Salle des marchés à la criée appelée « Ring »
2. Plateforme de trading appelé « Kerb »
3. Plateforme de trading électronique : Téléphone + LME Select



Types de produits	Contrats Futures sur les métaux non – ferreux et plastique	
	Forward (risque de liquidité)	
	Options (Traded Options)	
Sous-jacents	Copper Grade A	Nickel
	Aluminium (alloy / High grade primary)	Zinc
	Plomb	LMEX
	Etain	NASAAC
Types de clients	Miniers	Banques
	Fonderies	Spéculateurs
	Négociants	Hedge Funds
	Fabricants	Revendeurs
Contrats LME	Les contrats sont exprimés en dollar US, mais le LME permet des contrats en sterling, Yen et Euro en appliquant le taux de change officiel avec le dollar US.	
	Les opérations sont traduites en lots plutôt qu'en tonnes. Chaque lot correspond à 25 tonnes. (sauf pour le Nickel : 1 lot = 6 tonnes)	
	A chaque contrat correspond une date de rappel/exécution (prompt date). La position LME peut être bouclée jusqu'à 48 heures avant la prompt date.	
	La différence entre le LME et les autres marchés de futures réside dans le processus de débouclage de la position. Une position ne peut être dénouée avant la date de rappel, et entre temps, les appels de marges sont maintenus.	



Membre : Les membres sont les courtiers qui siègent au LME et qui ont la capacité de traiter directement sur la bourse aux horaires d'ouverture. Ainsi, chaque opérateur qui souhaite exécuter des ordres sur le LME doit obligatoirement transiter par un « Membre » du LME.

Producteurs : Les producteurs doivent se protéger contre une baisse des prix des matières premières. Dès lors d'une vente à une fonderie, le producteur de métaux se couvre contre une baisse des prix par le biais d'un « Membre ».

Fonderies : Une fois la matière première achetée auprès d'un producteur, les fonderies ont un risque inverse et doivent ainsi se protéger contre un risque de hausse des prix. Pour cela, elles vont initier des ordres sur le LME auprès d'un « Membre ». Concernant les produits finis vendus par la Fonderie au consommateur, son risque est similaire à celui d'un producteur et doit donc sécuriser son prix de vente.

Consommateurs : Ce dernier aura pour objectif de se prémunir contre une appréciation des cours des métaux en initiant des ordres d'achats de contrats Futures sur le LME.

3. Marché des produits agricoles: Chicago Board of Trade (CBOT)

En 2007, le groupe CME devient le plus grand marché organisé du monde en fusionnant avec le Chicago Board of Trade (CBOT).

Les clients marocains exposés aux fluctuations des prix des sous-jacents de type grains et oléagineux, se couvrent sur le CBOT. Les principaux sous-jacents qui traitent sur le CBOT sont les suivants :

- ✓ Le Blé
- ✓ Le Maïs
- ✓ La graine de Soja
- ✓ Le tourteau de Soja
- ✓ L'huile de Soja

Les opérateurs qui agissent sur ce marché ont la possibilité d'exécuter les contrats sur une plateforme électronique ou directement sur le Floor via un broker aux heures d'ouvertures.

Le CBOT est le marché des matières premières agricoles qui rassemble le plus d'opérateurs du secteur à travers le monde. C'est le benchmark international pour toutes les autres origines des produits cotés et sert de référence pour la détermination des qualités. En effet, le marché international prend la qualité des produits américains comme base et applique le différentiel de qualité avec les autres origines.

Spécificités du contrat Blé CBOT	
Marché	CME Group (CBOT)
Quantité	5,000 boisseaux (ou 136 tonnes)
Échéance	Mars (H), Mai (K), Juil. (N), Sept (U), Déc. (Z)
Unité	cents / Boisseau
Tick minimal	1/8 cents
Période de notification	Début de la période de livraison physique (entre le 1 ^{er} et le 15 du mois en cours)
Liquidité	Très bonne
Limit Up/Down	+/- 60 cents

Marché : La bourse de référence est celle du Chicago Board of Trade qui fait partie depuis 2007 du CME Group.

Quantité : Chaque contrat Future ou Options est équivalent à 5,000 boisseaux. Aux Etats-Unis, l'unité de calcul pour la récolte de blé est en boisseaux, ce qui, exprimé en tonne métrique, revient à 136 tonnes pour 5,000 boisseaux.

Echéance : La bourse du CBOT offre des contrats standards avec des échéances prédéfinies. Ainsi, pour le blé CBOT, les maturités disponibles sont celles de mars, mai, juillet, septembre et décembre. Ces échéances sont rapportées aux périodes de plantation et de récolte du blé aux Etats-Unis. Par exemple, les Etats-Unis ont deux récoltes de blé dans l'année : (1) Celle du blé d'hiver dont la plantation débute en décembre pour être récolté en juillet et (2) celle du blé de printemps dont la plantation débute en mai et la récolte intervient en septembre.

Unité : Le prix du blé CBOT est exprimé en cents par boisseaux. Pour retrouver le prix en \$/tonne, il faut alors appliquer la formule suivante :

$$\text{Prix en \$/tonne} = \text{Prix en cents/boisseaux} * 50/136$$

Tick Minimal : La variation minimum du prix du blé est de 1/8

Période de notification : Chaque contrat a une date d'échéance définitive qui intervient généralement vers la moitié du mois en cours. Néanmoins, les personnes détenant encore des positions acheteuses sur le contrat Future Blé CBOT au delà de la date de notification, peuvent être notifiées. Cela signifie que celles-ci acceptent d'aller à la livraison physique du contrat. Seuls 1% des contrats Futures traités vont généralement à la livraison physique, ce qui signifie que la quasi-totalité des opérateurs clôturent leurs positions acheteuses avant le début de la période de notification.

Liquidité : Un marché est considéré liquide dès lors que le temps d'exécution d'un ordre d'achat et/ou de vente est rapide. Sur le Blé CBOT, il est aisé d'exécuter un ordre au marché car cela est quasi instantané.

Limit Up/Down : La bourse fixe un plafond et un seuil à chaque journée. Ainsi, les cours ne pourront aller en deçà ou au-delà de la limite prédéfinie. Sur le blé CBOT, elle est fixée à 60 cents. Ce niveau est calculé à partir des marges initiales imposées par la bourse lors de l'exécution d'un contrat sur le blé CBOT (ou autre). Par conséquent, la bourse a la garantie qu'au terme de chaque journée, les marges initiales couvriront la totalité du mouvement du marché sur la journée.

Nous avons joint en annexe les spécificités des autres sous-jacents traités sur le CBOT.

4. Marchés des matières premières internationaux : Focus sur les marchés locaux

Nous étudions dans cette partie quelques expériences de marchés régionaux de matières premières créés pour la plupart par de grands pays producteurs courant les années 1990 et 2000.

L'une des volontés premières qui a motivé ce type d'initiative est le risque de décorrélation qui peut exister entre les prix d'une même matière première sur deux origines différentes. Pour preuve, l'année 2012 a été marquée par la pire sécheresse depuis les années 1930 aux Etats-Unis, ce qui avait engendré une hausse de plus de 60% des prix de certains produits sur le CBOT (cf. maïs) alors que sur le marché sud-américain ou chinois, l'offre était encore abondante.

Ainsi, les aléas climatiques ont poussé les pays à considérer un marché des matières premières qui reflète au mieux leurs propres fondamentaux en termes de bilan offre/demande, météo,

Nous détaillons ci-après les quatre expériences suivantes :

1. Bolsa de Mercadorias & Futuros, Sao Paulo, Brésil ;
2. Dalian Commodity Exchange, Dalian, Chine ;
3. Multi Commodity Exchange of India, Mumbai, Inde;
4. Bursa Malaysia, Kuala Lumpur, Malaisie.

Nous détaillerons dans un premier temps chacune des expériences avant de présenter l'alignement des ces marchés organisés sur les objectifs majeurs tels que décrit précédemment.

4.1 Bolsa de Mercadorias & Futuros, Brésil (BM&F)

La BM&F est le plus grand et le plus important marché de matières premières en Amérique latine. Il existe une trentaine d'autres petites bourses de matières premières au Brésil, réparties dans tout le pays. Elles concernent principalement le commerce des produits pour livraison immédiate ou à terme, mais un réseau électronique qui relie la plupart des échanges du pays permet également d'agir sur des contrats Futures.

Bolsa de Mercadorias & Futuros, Brésil (BM&F)	
Date de création	1985
Instruments échangés	(i) Au BM&F: instruments financiers à terme et options (indice d'actions, taux d'intérêts et change); Futures et Options sur matières premières, incluant les "mini-contrats"; Swaps OTC ; Bons du trésor ; Emissions Carbon. (ii) Au BM&F's Brazilian Commodity Exchange : des transactions cash de produits physiques ; marché secondaire pour des instruments de financement rural ; titres agroalimentaire.
Matières premières traitées	Alcool anhydre, Café arabica, Café Robusta-Conillon, Maïs, Coton, sucre cristal, Ethanol, Bovins d'engraissement, Or, Bovins vivants, Soja.
Actionariat	Association à but non lucratif constituée de membres appartenant à l'organisation.
Système de négociation	Marché à la criée et systèmes de négociation électronique, y compris Global Trading System (GTS) pour tous les marchés de produits dérivés et WebTrading (WTR), une plate-forme personnalisée pour la négociation des "mini-contrats".
Chambre de compensation	Trois chambres de compensation internes, y compris une chambre de compensation spécialisée en dérivés.
Régulateur	Comissão de Valores Mobiliários (CVM) et Banco Central do Brasil (BCB).

En résumé, la principale réalisation de BM&F, dans son contexte local, a été de fournir des instruments et des services qui ont apporté un réel support à la commercialisation de l'agro-économie brésilienne. Et ce, en réalisant les objectifs suivants :

- Permettre la circulation efficace des capitaux dans le secteur, en établissant des marchés secondaires pour des instruments de financement. BM&F a travaillé en étroite collaboration avec Banco do Brasil, une banque publique, principale institution de crédit rural dans le pays (à l'extérieur des programmes gouvernementaux de subventions);
- Couverture contre le risque de prix via les marchés à terme;
- Amélioration de l'efficacité, de la transparence et de la viabilité de la politique gouvernementale, en fournissant des mécanismes de transaction pour les marchés publics et le financement des interventions;
- Intégrer le marché physique domestique, à travers le Brazilian Commodity Exchange, filiale de BM&F;
- Faciliter le développement d'un marché d'exportation, à travers ses diverses activités permettant de consolider les liens avec la Chine.

4.2 Dalian Commodity Exchange, Dalian, Chine

Le premier marché de matières premières en Chine a été créé en 1990, alors que la Chine se transformait d'une économie planifiée à une économie de marché. Les principaux produits échangés dans les bourses chinoises étaient des produits agricoles de base tels que le blé, le maïs, et en particulier le soja qui a longtemps été considéré d'une importance stratégique pour le gouvernement chinois, à la fois pour le développement économique ainsi que pour la stabilité politique.

Le pays a connu plusieurs problèmes réglementaires, résultant en une structure en pleine évolution. A la fin de 1994, une décision radicale a été prise : plus de la moitié des places boursières chinoises des matières premières ont été fermées ou redevenues marchés de gros, tandis que seulement 15 marchés restructurés ont reçu l'approbation officielle du gouvernement.

Au début de l'année 1999, la China Securities Regulatory Commission (CSRC) a entamé un processus de consolidation nationale qui a donné naissance à trois nouveaux marchés boursiers pour les matières premières :

1. Dalian Commodity Exchange (DCE),
2. Zhengshou Commodity Exchange (ZCE),
3. Shanghai Futures Exchange qui est le résultat d'une fusion de 3 bourses : le Shanghai Metal exchange, le Shanghai Commodity Exchange et le Shanghai Cereal & Oil exchange.

En septembre 2006, ces trois entités ont décidé de s'associer pour former le China Financial Futures Exchange (CFFEX) qui constitue aujourd'hui la véritable place financière du pays. Le CFFEX est adossé au CSRC et est considéré comme le principal marché des dérivés en Chine avec des standards calqués sur les standards internationaux.

Néanmoins, contrairement aux marchés boursiers majeurs (CBOT, ICE), le CFFEX n'intègre pas de salle des marchés à l'image de celle de la criée sur le CBOT. En effet, toutes les transactions se font via des systèmes électroniques et toute la partie « Clearing » est assurée par le CFFEX. Cela a été structuré de la sorte dans un souci de transparence et de fiabilité pour éviter tout risque opérationnel et/ou un manque de fluidité dans les flux.

Produits traités par bourse :

Dalian Commodity Exchange	Zhengshou Commodity Exchange	Shanghai Futures Exchange
Maïs	Blé	Cuivre
Graine de Soja	Coton	Aluminium
Tourteau de Soja	Sucre	Zinc
Huile de Soja	Huile de colza	Plomb
Oléine de palme	Riz	Or
PVC	PTA	Argent
Coke	Méthanol	Caoutchouc
Charbon (Coking Coal)		Acier
Polyéthylène		Pétrole

La Chine compte parmi les plus grands producteurs mondiaux de certaines matières premières. L'essentiel de sa production est utilisée pour sa propre consommation domestique. Face à une demande locale de plus en plus forte, le pays a également recours aux importations de matières premières.

Par conséquent, les prix des matières premières produites localement sont ceux disponibles sur les différentes bourses chinoises alors que les importations sont achetées

aux prix internationaux. A cet effet, en 2009, après la forte baisse des prix de l'ensemble des matières premières en fin 2008, le gouvernement chinois a initié un programme de restockage stratégique dépassant les \$2 milliards visant à constituer des stocks de matières premières importants et profiter des prix exceptionnellement bas à l'époque.

Dalian Commodity Exchange (DCE), Dalian, Chine	
Date de création	1993
Instruments échangés	Uniquement des contrats Futures sur matières premières
Matières premières traitées	Maïs, Grains de soja, Tourteau de soja, Huile de soja, Oléine de palme, PVC, Coke, Charbon (coking Coal), Polyéthylène.
Actionnariat	Association à but non lucratif constitué de membres appartenant à l'organisation.
Système de négociation	Système de négociation électronique.
Chambre de compensation	Chambre de compensation interne.
Régulateur	China Securities Regulatory Commission (CSRC)

En résumé, la principale réalisation de DCE a été de créer un niveau élevé de liquidités pour les principaux produits agricoles. Cette réalisation a été le fruit de :

- Un développement rapide des volumes de contrats récemment lancés,
- Une mise à profit de l'expertise accumulée des commerciaux et institutionnels,
- La création d'un environnement sûr pour la participation des petits investisseurs.

DCE a également relevé le challenge de la sécurisation des profits des petits agriculteurs grâce à un bon fonctionnement de la découverte des prix et la gestion des risques.

Enfin, ce marché atteint ses objectifs malgré un environnement global caractérisé par des restrictions politiques et réglementaires. La régulation s'est faite dans un état d'esprit prudent.

4.3 Multi Commodity Exchange of India, Mumbai, Inde

Multi Commodity Exchange of India (MCX), Mumbai, Inde	
Date de création	2003
Instruments échangés	Uniquement des contrats Futures sur matières premières
Matières premières traitées	70 contrats sont listés, couvrant 56 produits différents. On retrouve deux contrats de métaux précieux, 7 contrats de métaux de base, 5 contrats énergie, 3 contrats de pétrochimie, 18 contrats oléagineux, 5 épices, 1 céréale, ...
Actionnariat	MCX est une entreprise privée à responsabilité limitée.
Système de négociation	Système de négociation électronique.
Chambre de compensation	Chambre de compensation interne.
Régulateur	Forward Markets Commission (FMC).

L'échange des contrats à terme portant sur les matières premières est un concept très ancien en Inde qui a prospéré vers la fin du 19^{ème} siècle sur le sous-jacent Coton. Plusieurs marchés organisés se sont mis en place dans plusieurs régions du pays. Cependant, dans les années 60, les marchés à terme des matières premières ont connu de fortes perturbations dues à une forte inflation principalement causée par des séries de guerres et de sécheresses. Ceci a conduit à de fortes spéculations sur les marchés ainsi qu'au phénomène de stockage de marchandise. Suite à ces événements, le gouvernement indien a décidé d'interdire toutes les transactions basées sur le marché à terme.

Toutefois, les échanges de contrats à terme ont continué dans la clandestinité et ont longtemps fonctionné de cette manière jusqu'à la fin de la décennie.

En 2003, suite aux réformes économiques et aux progrès réalisés dans le secteur financier, il a été décidé de permettre à nouveau ce genre d'opérations. Plusieurs bourses régionales de matières premières se sont créées dans le pays. De plus, trois marchés boursiers ont été créés au niveau national : NCDEX, MCX et NMCE. Récemment, un nouveau marché a été lancé, il s'agit du I'CEX.

En résumé, la principale réalisation de MCX a été de catalyser le développement d'un écosystème des produits de base plus large. Cette réalisation a été le fruit de :

- Développement de marchés liquides pour des matières premières exotiques;
- Gestion d'un large portefeuille de contrats sur matières premières;
- Le déploiement efficace des évolutions technologiques;
- La forte culture de négoce en Inde ;
- L'accent mis sur l'éducation.

MCX a également relevé le challenge (1) d'une bonne participation des flux de couvertures des négociants et petits agriculteurs, (2) de rendre le mécanisme de livraison plus cohérent, et (3) d'évoluer au sein d'un ensemble strict de restrictions politiques et réglementaires et face à une incertitude réglementaire.

4.4 Bursa Malaysia, Kuala Lumpur, Malaisie

La première plantation commerciale Malaisienne de palme a été créé en 1917, quarante ans après que des espèces aient été importés au pays.

Le palm est devenu aujourd'hui une véritable industrie nationale, cultivé dans les 13 états Malaisiens.

L'huile de palme est à la base d'une industrie mondiale en pleine croissance, et la Malaisie est rapidement devenue le leader de la production et de l'exportation (environ 45% de la production mondiale et 51% des exportations mondiales).

Bursa Malaysia, Kuala Lumpur, Malaisie	
Date de création	1973 (Bursa Malaysia), 1980 (Kuala Lumpur Commodity Exchange)
Instruments échangés	Actions, Futures et Options sur sous-jacents financiers (indices actions, actions, taux d'intérêts), Futures et Options sur matières premières, Compensation des OTC Commodity futures, produits de finance islamique
Matières premières traitées	Deux matières premières sont traitées : l'huile de palme brute et l'huile de palmiste brut
Actionnariat	Société démutualisée.
Système de négociation	Système de négociation électronique.
Chambre de compensation	Chambre de compensation interne.
Régulateur	Suruhanjaya Sekuriti (Securities Commission)

En résumé, la principale réalisation de Bursa Malaysia a été d'apporter à la Malaisie le pouvoir de tarification de son produit d'exportation clé. Cette réalisation a été le fruit de :

- Alignement avec un marché physique établie et bien réglementée
- Pas de contrat à terme sur l'huile de palme établi ailleurs dans le monde
- La forte croissance sur le marché physique sous-jacent

Bursa Malaysia a également relevé le challenge de (1) surmonter un large défaut en 1984, et (2) Développer la liquidité sur le marché des options.

4.5 Bilan de ces expériences

Selon une étude d'impact réalisée en 2009 par la conférence des Nations Unies pour le commerce et le développement, quatre expériences sont présentées dans le tableau ci-dessous sur la base de leurs alignements aux six fonctions majeures d'un marché à terme de matières premières.

	Brésil	Chine	Inde	Malaisie
Découverte des prix		Agrément de distribution des produits dans les agences de la Poste.	Elaboration d'une plateforme permettant la bonne découverte des prix	
Gestion des risques			Un modèle d'agrégation au sein de coopératives	Des modèles de pricing de forward à long terme
Support d'investissement	Agricultural Market Trading Fund (FOMA) WebTrading System			
Fluidification du commerce physique		Adaptation de contrats sur Soja OGM et Non-OGM	Développement de l'infrastructure	
Facilitation du financement	Cédula de Produto Rural (CPR)		Développement des financements contre garantie de marchandise	
Développement du marché	Liens avec la Chine	Programme "1.000 villages, 10,000 fermiers"		

- **Source :** United Nation Conference on Trade and development (UNCTAD)

5. Etats des lieux des marchés africains

Depuis plusieurs années, un grand nombre de pays africains ont initié des programmes d'envergure visant à implémenter un marché local des prix des matières premières. Les principales raisons de cette démarche étaient de refléter au mieux les données du marché domestique sur les prix, mais également d'apporter une transparence sur les cours appliqués sur le marché local.

Nous avons retenu quelques expériences innovantes de pays africains au cours de ces 15 dernières années.

5.1 - Afrique du Sud

Bourse	Johannesburg Securities Exchange / South African Futures Exchange (SAFEX)
Date de création	1995 (création de la branche AMD dédiée aux matières premières)
Institutions impliquées	SAFEX et le Johannesburg Securities Exchange
Produits traités	Céréales, Oléagineux, Pétrole, Métaux
Type de cotation	Cotation en temps réel sur la bourse du SAFEX
Bilan d'expérience	<ul style="list-style-type: none">▪ C'est l'expérience africaine la plus aboutie.▪ Toutefois, au départ, les opérateurs locaux étaient très réticents quant à la mise en place d'un marché libre des prix des matières premières craignant notamment une envolée de la volatilité des prix.▪ A la création, seuls les Futures étaient traités avant l'introduction des options en 1999, après une campagne de sensibilisation quant aux bienfaits des produits optionnels pour apporter plus de liquidité.▪ Aujourd'hui, le JSE/SAFEX est reconnu dans la région sud africaine et les prix sont affichés à l'international. C'est le marché de référence pour les matières premières en Afrique.▪ Plusieurs pays de la région comme le Malawi ont initié des opérations sur la bourse JSE/SAFEX pour se couvrir contre les fluctuations des matières premières.

5.2 - Kenya

Bourse	Kenya Agricultural Commodity Exchange
Date de création	1997
Institutions impliquées	Structure privée
Produits traités	Produits agricoles
Type de cotation	La société se charge de mettre en relation des acheteurs et des vendeurs. Les prix sont affichés de manière transparente dans les salles de marché ou via une radio, propriété du groupe, qui se charge de mettre en relation les opérateurs.
Bilan d'expérience	<ul style="list-style-type: none">▪ Le KACE a rapidement démontré ses limites et cette expérience est davantage vécue comme un échec pour les raisons suivants. (1) Le gouvernement a totalement changé sa politique de contrôle des prix de certaines matières premières, ce qui a rendu la transparence des prix difficile; (2) les volumes traités sur le KACE sont tellement faibles qu'ils ne permettent pas à la bourse de générer des gains (3) son dimensionnement est trop restreint et ne permet pas de donner un large accès à des opérateurs de grande taille ou internationaux.▪ D'ailleurs, le gouvernement a pour mission d'implémenter un nouveau marché des matières premières plus compétitif par le biais d'une bourse calquée sur les standards internationaux

5.3 - Ethiopie

Bourse	Ethiopia Commodity Exchange (EXC)
Date de création	2008
Institutions impliquées	Gouvernement éthiopien et des sociétés privées du pays
Produits traités	Produits agricoles
Type de cotation	Le système de cotation se veut transparent et répliqué sur les modèles internationaux, laissant quasiment aucun risque de manipulation.
Bilan d'expérience	<ul style="list-style-type: none">▪ Avant l'instauration de l'ECX, les échanges de matières premières en Ethiopie étaient considérés à haut risque. Seuls les opérateurs qui avaient l'habitude de traiter ensemble effectuaient des opérations de vente/achat.▪ L'ECX s'est appuyé sur ce constat pour développer un marché des matières premières où la bourse serait la garante de la bonne exécution des opérations.▪ Elle assure les prix, la qualité, la quantité et la bonne livraison.▪ Même si l'expérience est encore récente, elle est jugée comme un réel succès, si bien que la Banque Mondiale et la banque internationale Morgan Stanley ont mandaté l'instigateur de l'ECX de répliquer la même démarche dans d'autres pays africains et asiatiques.▪ En 2012, le volume qui a été traité sur l'ECX a dépassé les \$1,4 milliard contre \$1,0 milliard en 2011.

5.4 - Madagascar

Bourse	Mercantile Exchange of Madagascar
Date de création	2012
Institutions impliquées	Filiale du groupe Pride Group de Dubaï
Produits traités	Métaux précieux, Pétrole, Blé, Maïs et Sucre
Type de cotation	Prix disponibles seulement sur une plateforme spécialisée accessible aux adhérents.
Bilan d'expérience	<ul style="list-style-type: none">▪ La bourse vient de voir le jour courant 2012 et commence à peine à se développer.▪ Le modèle préconisé consiste à proposer aux opérateurs locaux de traiter leurs opérations sur les matières premières à travers un logiciel sophistiqué.▪ Pour le moment le pays est encore en phase d'essai puisque très peu de clients ont pour le moment choisi d'opérer via cette plateforme.

5.5 - Tanzanie

Bourse	Tanzania Commodity Exchange
Date de création	En cours de création (date prévisionnelle de démarrage en juin 2014)
Institutions impliquées	Bank of Tanzania et le gouvernement tanzanien
Produits traités	Pour le moment seulement 4 produits : Riz, Coton, Café, noix de cajou
Type de cotation	-
Bilan d'expérience	<ul style="list-style-type: none">▪ La Tanzanie envisage de développer un marché des matières premières.▪ La Banque Nationale de Tanzanie a décidé de mener ce projet en faisant notamment appel à des expertises internationales pour analyser :<ol style="list-style-type: none">(1) dans un premier temps le cadre réglementaire cible à instaurer ;(2) la mise en place de coopératives pour la gestion de la production et des stocks du pays ;(3) ainsi que des entités pour l'exécution des contrats sur matières premières. Cela s'apparente davantage à des structures locales de Trading sur matières premières.▪ De nombreuses réunions sont également tenues avec les principaux opérateurs locaux afin d'affiner au mieux l'offre finale.▪ Le lancement de ce marché est prévu pour juin 2014.▪ Un comité présidé par le premier ministre du pays a été chargé d'assurer le suivi de ce projet.

De plus en plus de pays africains réfléchissent à la mise en place d'un marché local des matières premières et la majorité prennent pour exemple le cas de l'Afrique du Sud, qui reste à ce jour, l'expérience la plus poussée sur le continent.

Toutefois, il faut bien garder à l'esprit que ce qui fait le succès d'un marché des matières premières est surtout le nombre d'opérateurs qui agissent au quotidien sur ces marchés. La notion de liquidité est donc essentielle, encore faut-il convaincre les clients locaux de recourir au marché local des matières premières plutôt que de privilégier un marché international de type CBOT ou Euronext MATIF.

Par ailleurs, il résulte de ce benchmark des expériences africaines qu'il y a une corrélation entre le volume de production domestique de matières premières et la performance d'une bourse locale.

En effet, dès lors que les volumes de matières premières importés dépassent largement ceux de la production locale, les opérateurs ont tendance à corréler leurs prix à ceux des marchés internationaux plutôt qu'à ceux du marché local.

Pour contourner ce problème, certains pays ont décidé de directement corréler le prix de la denrée sur le marché local à son prix à l'international en y ajoutant une composante risque de change. Ainsi, en Afrique du Sud par exemple, les opérateurs ont la possibilité de traiter sur le soja CBOT directement sur le JSE et en devise locale (ZAR). Le contrat de la graine de soja sur le marché local est également disponible laissant la possibilité à l'opérateur de choisir entre les deux références.

IV. CARTOGRAPHIE DES PRINCIPAUX MARCHES PHYSIQUES AU MAROC

IV. Cartographie des principaux marchés physiques au Maroc

1. Introduction

L'objectif de cette partie n'est pas de détailler avec exhaustivité tous les marchés matières premières physiques au Maroc. Il s'agit en revanche d'élaborer une cartographie globale des principaux risques/matières premières puis d'introduire un focus sur des sujets pertinents pour notre analyse de l'opportunité de mettre en place une bourse des matières premières marocaine et/ou africaine.

L'Etat marocain contribue, à travers la Caisse de Compensation, à stabiliser les prix domestiques des produits pétroliers et agricoles.

Cette compensation couvre le butane, le gasoil, l'essence, le fuel, le sucre et le blé tendre. Toutefois, le plus gros de l'effort concerne le butane et le gasoil.

- L'Etat compense le butane sur la base de la moyenne arithmétique mensuelle des cotations FOB SEA GOING et ex-Refinery storage (Publication LPGAS WIRE).
- Les produits pétroliers liquides bénéficiant de la compensation sont l'Essence, le Gasoil et le Fuel.
- Les prix des produits pétroliers, sortie raffinerie, sont arrêtés chaque quinzaine par indexation sur les cotations du marché de ROTTERDAM (FOB).
- Pour le blé tendre, l'Etat a fixé un prix de référence pour les livraisons à la minoterie industrielle. Le surcoût par rapport au marché international est pris en charge par l'Etat moyennant une restitution à l'importation calculée par quinzaine sur la base des données du marché international des deux origines françaises (FCW1 et FCW2) et américaines (SRW et HRW). La prime que l'Etat restitue aux importateurs correspond à la différence entre le prix de revient moyen le plus bas, toutes origines et types de blé confondus, et le prix formulaire ciblé.
- Le sucre à l'importation bénéficie d'une compensation de 2000 dirhams la tonne ainsi que de droits de douanes qui amortissent les niveaux de prix à l'international.

Nous retiendrons les mêmes classifications des marchés telles que adoptées dans la partie III :

2. Marché énergie

La société de raffinage a une exposition au risque des produits pétroliers dès lors que la compensation des prix par l'Etat se fait au niveau de la distribution (prix sortie raffinerie).

Elle est exposée à la fois à une baisse des prix pétroliers mais également à une réduction de la marge de raffinage.

Les distributeurs de produits pétroliers liquides n'ont pas une exposition à l'évolution des prix.

Les compagnies aériennes (Jet Fuel), les compagnies maritimes (Fuel et Gasoil), les armateurs (Gasoil pêche) et l'ensemble des industriels utilisateurs de fuel ont la typologie du risque d'un utilisateur final. Certains opérateurs procèdent à des couvertures.

Les distributeurs de gaz gèrent l'évolution des prix du propane dont les prix domestiques sont libres. Les prix du Butane sont en revanche compensés.

Pour la partie production d'électricité, l'exposition porte sur le fuel, le charbon, le gaz naturel, le prix des émissions CO2 et le prix de l'électricité sur la bourse espagnole. Ce dernier marché présente à la fois un débouché et une source alternative d'approvisionnement.

L'Etat a une exposition au risque des prix des produits faisant l'objet d'une compensation. Une réflexion sur les mécanismes et les processus de couverture a été entamée depuis 2008.

3. Marché des grains et des oléagineux

Le marché marocain des oléagineux a été libéralisé. Les prix domestiques des tourteaux et des huiles sont globalement très corrélés aux marchés internationaux de référence, le CBOT notamment.

Pour le blé tendre, le système de compensation en vigueur, que ce soit à l'importation où à l'achat de la production nationale, permet un lissage des variations sur les marchés internationaux autour d'un prix cible de 260 dirhams le quintal, entrée minoterie.

Pour l'ensemble des autres produits (maïs, orge, blé dur, pulpe de betterave, DDGS, ...) les prix sont libres et suivent de très près les évolutions des marchés internationaux de référence.

Les pratiques de couvertures se sont fortement développées depuis 2004 sur ces sous-jacents, que ce soit au niveau des importateurs, des négociants, des industriels ou des utilisateurs finaux.

4. Marché des métaux précieux et non-ferreux

Qu'il s'agisse de l'activité minière, des fonderies ou des utilisateurs finaux, les opérateurs commercent sur des moyennes de références des prix à l'international. Par conséquent, les risques de prix sont suivis de très près.

Plusieurs opérateurs ont des politiques de couverture très élaborées et agissent à la fois sur les marchés organisés (LME et NYMEX) et sur des structures de couvertures de gré à gré avec des contreparties nationales et internationales.

Nombreux ceux également qui communiquent sur leur politique de couverture dans leurs publications financières.

5. Autres marchés

Nous pouvons citer les industries d'acier qui portent des expositions sur le minerai de fer, et les aciers à différents niveaux de transformation. Les marchés de couverture à l'international sont encore très jeunes et assez inefficients.

Nombreux sont les autres matières premières au Maroc qui peuvent faire l'objet de fixation de prix pour un volume d'activité donnée, à l'achat ou à la vente, mais pas de couvertures sur les marchés papiers.

6. Bilan des expériences marocaines dans le domaine de la couverture

Les couvertures des risques sur produits de base ont été réglementées au Maroc en 2004 d'abord à travers une circulaire de l'Office des Changes puis une publication, par Bank Al Maghrib, des modalités d'application. Avant cette date, quelques opérateurs ont bénéficié de dérogations pour initier des couvertures sur les métaux et l'énergie.

Depuis 2004, les entreprises marocaines sont autorisées à couvrir leur exposition au risque des prix des produits de base, avec des contreparties intermédiaires agréés ou courtiers négociateurs internationaux, à charge que les flux devises relatifs à la couverture transitent par un compte dédié, ouvert auprès d'une banque marocaine.

La réglementation est restée assez large quant à la nature des instruments de couverture mais a mis l'accent en revanche sur la nécessité de l'adossement des opérations de couverture à des risques réels, excluant toute spéculation, et une limitation des encours de couverture à la moyenne du volume réalisé sur le dit produit de base sur les trois années précédentes.

Cette réglementation a trouvé un accueil très favorable dans le secteur céréalier et des oléagineux. La couverture des risques est devenue progressivement un élément stratégique de gestion dans un contexte de forte volatilité des cours, couplée à un fort gain en transparence des prix domestiques et de corrélation de ces derniers aux marchés internationaux.

Les entreprises minières et les fonderies ont également placé la couverture au cœur de leur gestion quotidienne. Elles sont très actives sur le marché du papier à l'instar de leurs homologues à l'international.

Sur le marché des énergies, nous relevons peu d'expériences de couverture par les utilisateurs finaux sur les produits non compensés. Les quelques couvertures qui ont été initiées l'ont été partiellement sur le marché domestique et le reliquat avec des banques d'investissement internationales.

Du côté du marché bancaire, seule une banque de la place a développé, depuis 2004, une offre d'accompagnement de ces opérateurs sur les couvertures des produits de base. Elle a été active à la fois sur les principaux marchés organisés mais également en proposant des couvertures de gré à gré. Cet état de fait n'a pas permis au marché des couvertures de connaître tout le développement qu'il mérite, l'implication de plusieurs intermédiaires agréés auraient probablement permis de multiplier les efforts de vulgarisation des mécanismes de couvertures mais également les efforts en matière de ligne de crédit à adosser à ce volet de la relation bancaire.

**V. INTERET D'UN MARCHÉ MAROCAIN DES MATIÈRES
PREMIÈRES**

Focus 1 : marché du maïs

Le Maroc importe annuellement environ deux millions de tonnes de maïs principalement des Etats-Unis, du Brésil et de l'Argentine. Ce volume est destiné principalement à l'alimentation animale.

Cet approvisionnement du pays est assuré par une dizaine d'importateurs qui se livrent une forte concurrence tout au long de l'année. Les plus grands industriels alternent entre des importations en propre et des achats auprès des importateurs / négociants et ce dépendamment de l'offre / demande sur le marché domestique.

L'intérêt d'avoir retenu cet exemple est triple :

1. le maïs est un produit de base dont le prix est étroitement lié à l'évolution des cours sur les marchés internationaux ;
2. les pratiques de commercialisation au Maroc ont fortement évolué sur les dix dernières années, dans le sens d'une plus grande connexion avec les marchés internationaux, CBOT notamment ;
3. Tout au long de l'année, nous pouvons identifier des périodes où un déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché local amène les prix à s'éloigner de la valeur dite de remplacement (la référence du marché international). Cette situation est accentuée sur le maïs par la durée relativement longue du Fret en provenance des pays d'origine.

Les importateurs vont fixer la prime physique rendue à un port marocain. Ils entament ensuite la commercialisation du produit.

Les plus importants volumes sont commercés selon des indexations au marché CBOT. Le client valide un prix d'achat de la prime physique puis, pendant une durée prédéfinie, définit progressivement son prix de revient en fixant des contrats Futures. Le client a également la latitude, pendant cette durée contractuelle, de décider de la fixation de son cours de conversion USDMAD.

La deuxième méthode de commercialisation, qui coexiste avec cette première, est une vente à un prix fixe en Dirhams. Elle s'applique généralement au produit déjà stocké au

Maroc et subit plus la pression de l'offre / demande domestique. Cette pression (haussière ou baissière) que subissent les prix domestiques amène à penser qu'il existe une formation de prix local (prime locale) qui demeure néanmoins fortement corrélée aux marchés internationaux de référence.

Est-ce opportun de créer un marché local de maïs ? Une prime physique Casablanca et/ou Jorf Lasfar ? Qu'apporterait une telle initiative au commerce actuel ?

Le volume du maïs importé est amené à doubler quand l'industrialisation de l'alimentation animale gagnera pleinement les secteurs ovins et bovins au Maroc. Est-ce qu'un tel marché remplira un rôle fondamental dans ces développements ?

Focus 2 : Les dérivés climatiques

Les dérivés climatiques sont des contrats forward ou option dont les paiements dépendent d'une donnée climatique dans un lieu géographique déterminé, cumulés sur une période donnée.

Les premiers dérivés climatiques ont été négociés en 1997 en gré à gré par les compagnies énergétiques américaines Enron et Koch industry, dans un contexte de privatisation du secteur de l'énergie dans de nombreux états des Etats-Unis. Bénéficiant d'une réelle dynamique concurrentielle de la part des gaziers et des électriciens, ces nouveaux produits se sont bien développés.

Les premiers contrats sur marché organisé, futures et options, ont été proposés par le Chicago Mercantile Exchange (CME) deux ans plus tard, en 1999.

En Europe, l'Euronext a créé en 2001 ses indices climatiques sur la France avec l'ambition de les étendre à l'ensemble de l'Europe. En 2002, soit quelques mois avant son rachat par Euronext, le Liffe (London International Financial Futures Exchange) lance ses propres indices climatiques ainsi que des Futures et des options sur les températures à Londres, Paris et Berlin.

Les principaux sous-jacents des dérivés climatiques peuvent être résumés dans les catégories suivantes :

- Températures
- Pluviométrie
- Ouragans
- Gel
- Chutes de neige

Au Maroc, compte tenu de l'importance de la composante Agriculture dans le PIB et de la corrélation de ce dernier à la pluviométrie, il est intéressant de lister des dérivés climatiques.

Les sous-jacents de ces dérivés devraient être des indices pertinents à construire de manière à ce qu'ils répondent à des besoins précis de couverture du risque agricole. De tels dérivés viendraient soutenir l'effort considérable déployé ces dernières années en matière d'assurance agricole et qui s'inscrit dans un plan stratégique plus global dit Maroc Vert.

Le succès d'un tel marché organisé repose notamment sur la bonne maîtrise du risque de base c'est à dire le risque que l'indemnisation s'écarte du préjudice réel.

Ces dérivés peuvent être listés sur le CME, qui demeure le principal marché organisé de dérivés climatiques, de manière à leur assurer une liquidité suffisante.

Dans le but d'illustrer l'intérêt de tels produits de couverture, nous avons retenu l'exemple d'une couverture qui a été mise en place par le gouvernement du Malawi, un pays où l'agriculture contribue à 38% du PIB du pays.

La transaction de gestion des risques climatiques, initiée par le gouvernement, s'inscrivait dans un cadre global de gestion des risques agricoles développé par le pays.

La couverture s'est faite sous forme d'une option de vente (Put) dont le sous-jacent est un indice de pluviométrie. Cet indice a été construit sur la base d'une analyse approfondie du lien entre la pluviométrie et la production locale de maïs de telle sorte que l'indice reflète fidèlement la perte anticipée de la production de maïs.

Plus précisément, pour la construction de l'indice, six paramètres explicatifs du rendement par hectare ont été retenus : précipitations, taux d'évaporation, rétention d'eau, nature de la récolte, début-fin de la campagne, période de croissance de la récolte. Le premier paramètre est la variable couverte par le dérivé. Les cinq autres paramètres ont été considérés constants d'une année à l'autre.

Le contrat de couverture a été initié courant Octobre 2008 pour une échéance Avril 2009. Le niveau de la couverture (Strike) correspond à 10% sous la moyenne historique de la production de maïs.

Cette couverture assure au pays une soulte maximale de \$ 5 millions en cas de dégradation de la pluviométrie.

Courant septembre 2009, le gouvernement de Malawi a renouvelé l'opération de couverture pour une nouvelle période.

Ce produit dérivé vient compléter la large gamme des solutions d'assurance pour aider les pays à planifier des réponses proactives aux catastrophes naturelles.

Focus 3 : Un marché à terme des produits de la mer (l'expérience Louis Dreyfus)

Cette expérience a été entamée courant 2001. Pescadis, filiale du groupe Louis Dreyfus, a développé à la fois un système de transactions électronique en ligne et la première Place de Marché européenne dédiée à la Filière Marée sur le modèle d'une place financière.

Le marché créé se positionne en seconde vente. Autrement dit, il s'agit de s'intercaler entre les mareyeurs (qui achètent à la criée) et la grande distribution, la restauration et les autres industriels.

Pescadis met en relation commerciale via le web les différents acteurs professionnels des produits (frais et congelés) de la mer et de l'aquaculture (élevage), que ce soient des mareyeurs, des grossistes, des distributeurs, la restauration collective.

Sur le site, acheteurs et vendeurs ont accès à un système d'enchères classiques ou inversées et à un système de cotation, ouvert à tous les membres. On trouve aussi un fil d'informations monté avec des supports spécialisés.

Pour accompagner ce projet, la société s'est appuyée sur des expertises complémentaires dans le domaine du rating, de l'inspection et la certification, de la logistique et le traçage de produits.

Pour la partie modèle économique, Pescadis a fait le choix de prélever une commission d'environ 1,5% sur chaque transaction, à répartir entre acheteur et vendeur.

Focus 4 : Intérêt des « Warehouse Receipts »

Les récépissés d'entreposage ou « Warehouse Receipt » sont des documents émis par des organismes d'entreposage à des opérateurs contre le dépôt d'une matière première, et dont l'entrepôt devient le dépositaire.

Les « Warehouse Receipts » sont des instruments négociables garantis par la marchandise sous-jacente sur la base des caractéristiques spécifiées dans les documents, et utilisés dans un grand nombre de pays. Leur efficacité, particulièrement dans le secteur agro-alimentaire, est d'autant plus forte lorsque les producteurs peuvent convertir leur stock de matières premières agricoles dans un dispositif facilement négociable. Ainsi, ces « Warehouse Receipts », peuvent être échangés, vendus ou utilisés comme garanti d'un prêt auprès d'une entité bancaire.

a. Avantages :

Ces récépissés donnent la latitude aux agriculteurs d'étendre la période de vente des produits agricoles bien au-delà de la saison de récolte. Lors de la livraison du produit à un organisme d'entreposage, l'agriculteur obtient en contrepartie un récépissé d'entrepôt qui pourra être utilisé comme garantie pour des emprunts auprès de contreparties bancaires. De cette manière, l'agriculteur peut librement vendre sa marchandise sans avoir une contrainte de temps conditionnée par un refinancement et/ou une limite en terme de trésorerie. Cette procédure est le plus souvent utilisée lorsque les agriculteurs anticipent une appréciation des prix et préfèrent stocker leur marchandise plutôt que de la vendre immédiatement, sans pour autant les contraindre financièrement.

Les « Warehouse Receipts » ont également l'avantage d'apporter de la confiance chez les opérateurs, en particulier dans le secteur privé. Ils peuvent aussi être utilisés comme

sécurité dans le cas de la mise en place d'une couverture. Par exemple, au Kenya, la banque PTA finance ses exportations de café en prenant leurs récépissés d'entrepôt comme garantie et leur adosse une option de vente achetée sur le London Commodity Exchange.

Cela a pour objectif de garantir un prix de vente minimum pour le café qu'ils ont en stockage tout en permettant un financement dans de meilleures conditions.

Au Kenya, les banques financent généralement 50-60% des transactions sur les matières premières sans « Warehouse Receipts » contre 80-90% de l'opération dans le cas contraire.

b. Limite :

L'utilisation des « Warehouse Receipts » est limitée dans de nombreux pays en raison de lacunes institutionnelles et structurelles, dont les plus répandues sont les suivantes :

- i. Manque d'incitation pour le stockage privé. Généralement ce volet est assuré par le gouvernement pour garantir une certaine fixité des prix ;
- ii. Absence d'un conseil juridique, réglementaire et institutionnel ;
- iii. Réticence du secteur bancaire à adopter cette nouvelle forme de garantie pour le financement.

Ainsi, dans un cadre marocain, et en vue d'une création d'un marché des matières premières, ce type d'instrument pourrait tout à fait être envisagé d'autant plus qu'il est largement utilisé à l'international. Il permettra également de sécuriser les stocks de certaines matières premières avec un objectif de définition d'un cours cible à défendre.

Conclusion : Pré-requis pour la création d'un marché matières premières au Maroc

Toute démarche de mise en place d'un marché de matières premières au Maroc devra au préalable être conditionnée par plusieurs facteurs clés de succès :

- Le marché doit tout d'abord avoir pour premier objectif d'être au service des transactions réelles du marché physique. Les importateurs/ exportateurs/ négociants/ industriels/... doivent avoir la garantie de pouvoir relier leur transaction physique avec le marché dit « papier » des matières premières en toute sécurité.
- Il doit servir le besoin de couverture. Il est donc essentiel que les prix affichés sur le marché boursier reflètent au plus près les prix appliqués sur le marché physique. De nombreux pays ont finalement soldé leur tentative de création d'un marché à terme des matières premières par un échec, à cause de la forte décorrélation qui existait entre les prix boursiers et les prix physiques.
- Le marché doit-il ou pourra-t-il être accessible aux spéculateurs. La spéculation est souvent pointée du doigt, à juste titre parfois, car elle peut engendrer des mouvements excessifs sur les prix, pénalisant par conséquent des investisseurs longs termes et les industriels. Néanmoins, il faut reconnaître que la spéculation apporte aussi de la liquidité, qui est essentielle pour la pérennité d'un marché. Elle est souvent considérée comme « un mal nécessaire » pour la réussite d'un marché boursier (actions, matières premières, taux, ...).
- S'assurer que la régulation des secteurs économiques relatifs aux matières premières objet de ce marché, ne présente pas d'obstacles ou de restrictions sur le recours à la bourse pour réaliser des transactions sur les matières premières.

La réussite d'un tel projet requiert l'implication d'un certain nombre d'acteurs que nous déclinons comme suit :

a. Nécessité de porter le projet au niveau d'une instance indépendante et bénéficiant du rating souverain

Comme nous l'avons vu dans le cas de la Tanzanie ou encore de l'Ethiopie, la volonté de créer un marché des matières premières est portée par un comité indépendant ayant la latitude de prendre les décisions importantes tout en bénéficiant du meilleur rating du pays (souverain). En effet, si l'on se réfère à des bourses internationales telles que le CME

Group ou encore l'Intercontinental Exchange, celles-ci ont un rating « Triple A » qui permet d'apporter une sécurité quant à la capacité de l'entité à assurer et à garantir l'ensemble des transactions qui s'effectuent via son canal.

Par conséquent, les acteurs qui seront rattachés à ce projet devront compter parmi les instances les plus reconnues du pays. L'expérience de la Tanzanie, dont le lancement de son marché des matières premières est prévu pour fin 2013, illustre parfaitement l'importance d'un organe de gouvernance fort. A la base de cette démarche, une équipe projet a été mandatée par le gouvernement et présidée par le Premier Ministre du pays et qui regroupe également des représentants de la Banque Nationale de Tanzanie ainsi que des opérateurs privés de premier ordre.

Au-delà de son rôle de suivi des opérations, ce comité s'est entouré des meilleurs experts mondiaux dans le domaine pour mener des réflexions sur tous les aspects liés aux questions réglementaires, juridiques et pratiques.

Une fois le lancement du marché à terme des matières premières acté, la nouvelle bourse est gérée par un partenariat public-privé impliquant, pour le cas des pays africains, une autorité gouvernementale. (Exemple : En Ethiopie, le gouvernement est garant de la bourse ECX).

b. Rôle du secteur privé

Le succès d'un marché local des matières premières est quantifié par la confiance et le crédit que lui accordent les opérateurs locaux. En effet, comme nous l'avons vu dans le cas de pays comme l'Afrique du Sud et l'Ethiopie, la forte activité des grands opérateurs locaux sur les marchés matières premières pour sécuriser leurs transactions physiques a énormément contribué à renforcer la place financière à une échelle nationale voire régionale dans le cas de l'expérience sud africaine.

Les opérateurs marocains agissant sur les matières premières, et notamment ceux des secteurs céréaliers et miniers, comptent parmi les plus actifs sur le marché des couvertures. En effet, depuis 2004 l'instauration par certaines contreparties bancaires marocaines d'une offre portant sur la couverture des prix de certains produits de base sur les marchés internationaux, le recours aux instruments de couverture n'a cessé de s'apprécier.

Il faut également rajouter l'effet de la concurrence qui contribue à pousser les sociétés domestiques à considérer des structures de couverture de plus en plus innovantes.

Le rôle du secteur financier est tout aussi important car les contreparties bancaires seront à la base du processus. Plus le marché sera structuré et sécurisé, plus les banques s'impliqueront dans le traitement des opérations, le refinancement, l'intermédiation, ... Celles-ci seront également plus enclines à proposer des produits répondant au mieux aux besoins des clients, améliorant par ailleurs leurs performances.

C'est dans ce contexte que la réussite d'un marché à terme des matières premières marocain ne saurait être envisagée sans la participation effective des principaux utilisateurs de ces marchés. Si l'on se réfère aux expériences internationales qui ont abouti, dans le tour de table qui a dirigé ce type d'initiative, nous retrouvons systématiquement une fédération qui a pour mission de représenter les intérêts des opérateurs privés du pays.

c. Rôle des instances de régulation

Il est primordial de définir au préalable à toute structure définitive, un cadre réglementaire et juridique qui régle l'ensemble des opérations à la fois au niveau national, régional et international.

Ce cadre doit offrir un certain nombre de pré-requis essentiel pour mener à bien un projet aussi ambitieux, à savoir :

- La sécurisation des transactions pour les opérateurs agissant sur ce marché
- La transparence et l'intégrité du marché des matières premières
- Protéger de manière forte les acteurs contre toute pratique ou manipulation frauduleuses
- Garantir une sécurité opérationnelle dans le traitement des opérations depuis le passage de l'ordre jusqu'au dénouement final de l'opération.

Dans la majorité des pays étudiés ayant entamé une réflexion sur l'opportunité d'implémenter un marché des matières premières, la bourse a été rattachée à des entités de régulation étatique et/ou gouvernementale appliquant le droit en vigueur tout en y apportant des complémentarités à travers des circulaires spécifiques à ce nouveau marché.

ANNEXES

Spécifications des contrats CBOT :

Spécificités du contrat Maïs CBOT	
Marché	CME Group (CBOT)
Quantité	5,000 boisseaux (ou 127 tonnes)
Échéance	Mars (H), Mai (K), Juil. (N), Sept (U), Déc. (Z)
Unité	cents / Boisseau
Tick minimal	1/8 cents
Période de notification	Début de la période de livraison physique (entre le 1 ^{er} et le 15 du mois en cours)
Liquidité	Très bonne
Limit Up/Down	+/- 45 cents

Spécificités du contrat Soja CBOT	
Marché	CME Group (CBOT)
Quantité	5,000 boisseaux
Échéance	Jan (F), Mars (H), Mai (K), Juil. (N), Août (Q), Sept (U), Nov. (Z)
Unité	cents / Boisseau
Tick minimal	1/8 cents
Période de notification	Début de la période de livraison physique (entre le 1 ^{er} et le 15 du mois en cours)
Limit Up/Down	+/- 70 cents

Spécificités du contrat Tourteau de Soja CBOT	
Marché	CME Group (CBOT)
Quantité	100 short tonne
Échéance	Jan (F), Mars (H), Mai (K), Juil. (N), Août (Q), Sept (U), Oct. (V), Déc. (Z)
Unité	cents / Boisseau
Tick minimal	\$0,10
Période de notification	Début de la période de livraison physique (entre le 1 ^{er} et le 15 du mois en cours)
Limit Up/Down	+/- \$20

Spécificités du contrat Huile de Soja CBOT	
Marché	CME Group (CBOT)
Quantité	60,000 lbs
Échéance	Jan (F), Mars (H), Mai (K), Juil. (N), Août (Q), Sept (U), Oct. (V), Déc. (Z)
Unité	cents / lbs
Tick minimal	0,01 cents
Période de notification	Début de la période de livraison physique (entre le 1 ^{er} et le 25 du mois en cours)
Limit Up/Down	+/- 2,50 cents

Bibliographie

- www.bmfbovespa.com.br
- www.cffex.com.cn
- www.dce.com.cn
- www.mcxindia.com
- www.bursamalaysia.com
- www.safex.co.za
- www.jse.co.za
- www.unctadxi.org
- www.kacekenya.co.ke
- www.ecx.com.et
- www.mexmadagascar.com
- www.Bloomberg.com
- www.sustainablefoodlab.org
- Development Impacts of Commodity Exchanges in Emerging Markets 2009, United Nations Conference on Trade and Development